

Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones.

Notas a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de titulares de obligaciones convertibles en acciones

FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA
Catedrático de Derecho Mercantil

SUMARIO

- I. CONTENIDO RESOLUTIVO DE LA STJCE DE 18 DE DICIEMBRE DE 2008
- II. LA INEXISTENCIA DE NORMA LEGAL EXPRESA QUE RECONOZCA LA FACULTAD DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS PARA ACORDAR LA EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE RECONOCIDO A LOS TITULARES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES SOBRE NUEVAS ACCIONES U OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES NO ES CONSTITUTIVA DE ILÍCITO COMUNITARIO
 1. Faceta negativa o censurable
 2. Faceta positiva y, posiblemente, clave para entender e interpretar la STJCE de 18 de diciembre de 2008
- III. EL RECONOCIMIENTO POR LA LSA DE DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE DE NUEVAS ACCIONES Y/O DE NUEVAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES A FAVOR DE LOS TITULARES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES EN LOS SUPUESTOS DE AUMENTO DEL CAPITAL CON EMISIÓN DE NUEVAS ACCIONES CONTRA ENTREGA DE APORTACIONES DINERARIAS O DE NUEVAS EMISIONES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES (ARTS. 158.1 Y 293.2 LSA) NO ES CONSTITUTIVO DE ILÍCITO COMUNITARIO
- IV. RECAPITULACIÓN CONCLUSIVA

I. CONTENIDO RESOLUTIVO DE LA STJCE DE 18 DE DICIEMBRE DE 2008

La STJCE de 18 de diciembre de 2008 resuelve la demanda interpuesta por la Comisión Europea contra el Reino de España, a 4 de agosto de 2006 (asunto C-338/06), por entender aquélla que el Reino de España ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud de los artículos 29 y 42 de la Directiva 77/91/CE, del Consejo, de 13 de noviembre de 1976 (segunda Directiva en materia de sociedades), por los siguientes motivos:

1º) Autorizar que la junta de accionistas pueda acordar la emisión de nuevas acciones sin derecho de suscripción preferente a un precio inferior a su valor razonable (cf. art. 159.c, párr. 2º LSA).

2º) Reconocer derecho de suscripción preferente de nuevas acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones en el supuesto de aumento del capital social contra entrega de aportaciones dinerarias (cf. art. 158.1 LSA).

3º) Reconocer derecho de suscripción preferente de nuevas obligaciones convertibles en

acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones de emisiones anteriores (cf. art. 293.2 LSA).

4º) No prever la legislación española (de forma *expresa*) que la junta general de accionistas pueda acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente sobre nuevas de obligaciones convertibles en acciones reconocido a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones de emisiones anteriores.

De las cuatro citadas pretensiones de la demanda, el TJCE estima las tres últimas y desestima la primera. Se tiene la impresión, en consecuencia, atendido el texto de la resolución, que el TJCE parece declarar que la Directiva 77/91/CE (art. 29.1)^{1*} *prohíbe* a los legislaciones de los Estados miembros reconocer derecho de suscripción preferente a favor de titulares de valores distintos de las acciones y, en especial, a favor de titulares de valores convertibles en acciones –a los que se dirige expresamente– ya recaiga tal derecho sobre nuevas acciones o sobre nuevos valores convertibles en acciones. Desde otra perspectiva más radical, podría entenderse que el TJCE estima que la Directiva 77/91/CE sólo permite a las legislaciones nacionales reconocer o atribuir derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones o sobre nuevos valores convertibles en acciones *a favor de los accionistas* de la sociedad emisora de tales clases de valores. Esto es, la regulación *legal* del derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones o sobre nuevos valores convertibles en acciones contra entrega de aportaciones dinerarias debería limitarse a reconocer tal derecho única y exclusivamente a favor de las *acciones* con exclusión de cualquier otra clase de derecho o valor negociable. Con carácter *subordinado* a las acciones, esto es, para el caso de que los titulares de éstas declinen su ejercicio de forma directa (por ejemplo, desistiendo de su ejercicio en el plazo legal establecido) o indirecta (por ejemplo, mediante su exclusión total o parcial por acuerdo de la junta general de accionistas o del órgano social titular de tal facultad delegada), el TJCE no formula objeción a que tal derecho de suscripción de nuevas acciones o de nuevos valores convertibles en acciones puede entonces ser reconocido *legalmente* a favor de otra clase de sujetos o de titulares de otros derechos o valores.

Sin embargo, las tales impresiones iniciales que parecen derivarse de esta STJCE de 18 de

1* El artículo 29 de la Directiva 77/91/CE dispone lo siguiente:

1. En todo aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias, las acciones deberán ofrecerse con preferencia a los accionistas en proporción a la parte del capital representado por sus acciones.
2. Los Estados miembros podrán:
 - a) no aplicar el apartado 1 a las acciones a las que esté ligado un derecho de participación en las distribuciones en el sentido del artículo 15 y/o al reparto del patrimonio social en caso de liquidación,
 - o
 - b) permitir que, cuando el capital suscrito de una sociedad, que tenga varias categorías de acciones para las que sean diferentes el derecho de voto o el derecho de participación en las distribuciones en el sentido del artículo 15 o en el reparto del patrimonio social en caso de liquidación, sea aumentado por la emisión de nuevas acciones en una sola de estas categorías, el ejercicio del derecho preferente por parte de los accionistas de las demás categorías sólo tendrá lugar después del ejercicio de este derecho por los accionistas de la categoría en que se emitan las nuevas acciones.
3. La oferta de suscripción con carácter preferente, así como el plazo en que deba ejercerse este derecho, serán objeto de una publicación en el boletín nacional que se designe de conformidad con la Directiva 68/151/CEE. No obstante, la legislación de un Estado miembro podrá no prever esta publicación cuando todas las acciones de la sociedad sean nominativas. En este caso, todos los accionistas deberán ser informados por escrito. Se deberá ejercer el derecho preferente en un plazo no inferior a catorce días a partir de la publicación de la oferta o del envío de las cartas a los accionistas.
4. El derecho preferente no podrá ser limitado ni suprimido por los estatutos o la escritura de constitución. Sin embargo, sí podrá serlo por decisión de la junta general. El órgano de dirección o de administración deberá presentar a esta junta un informe escrito que indique las razones de limitar o de suprimir el derecho preferente y que justifique el precio de emisión propuesto. La junta decidirá según las reglas de quórum y de mayoría fijadas en el artículo 40. Su decisión será objeto de publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE.
5. La legislación de un Estado miembro podrá prever que los estatutos, la escritura de constitución o la junta general, por decisión según las reglas de quórum, con la mayoría y la publicidad indicados en el apartado 4, podrán otorgar el poder de limitar o de suprimir el derecho preferente al órgano de la sociedad habilitado para decidir sobre el aumento del capital suscrito dentro de los límites del capital autorizado. Este poder no deberá tener una duración superior a la del poder previsto en el apartado 2 del artículo 25.
6. Se aplicarán los apartados 1 al 5 en la emisión de todos los títulos convertibles en acciones o que se acompañen de un derecho de suscripción de acciones, pero no a la conversión de los títulos y al ejercicio del derecho de suscripción.
7. No habrá exclusión del derecho preferente en el sentido de los apartados 4 y 5 cuando, según la decisión relativa al aumento del capital suscrito, las acciones se emitan en bancos u otras entidades financieras con el fin de ser ofrecidas a los accionistas de la sociedad de conformidad con los apartados 1 y 3.

diciembre de 2008 son sólo eso: impresiones que, al cabo, no se corresponden con el contenido real de la misma.

II. LA INEXISTENCIA DE NORMA LEGAL EXPRESA QUE RECONOZCA LA FACULTAD DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS PARA ACORDAR LA EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE RECONOCIDO A LOS TITULARES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES SOBRE NUEVAS ACCIONES U OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES NO ES CONSTITUTIVA DE ILÍCITO COMUNITARIO

Aunque sea ésta la última de las cuestiones sobre las que se pronuncia el TJCE en su Sentencia de 18 de diciembre de 2008, conviene comenzar con ella este comentario. Y ello porque la cuestión clave y fundamental de la sentencia reside, en nuestra opinión, en este concreto tema; los otros dos contenidos que el TJCE declara ilícitos según el Ordenamiento comunitario –reconocimiento *legal* de derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones y sobre nuevas obligaciones convertibles en acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones– penden de esta última cuestión y, como se verá, ambas ilicitudes inicialmente declaradas por el TJCE quedan muy matizadas si no excluidas.

El análisis de la declaración como «ilícito comunitario» de la falta en nuestro Derecho de norma legal *expresa* que reconozca la facultad de la junta general de accionistas (o, en su caso, del órgano titular de la facultad delegada) para excluir o limitar el derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones u obligaciones convertibles en acciones reconocido por nuestra LSA a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones, presenta dos facetas: una tiene carácter negativo o censurable mientras que la otra presenta una dimensión positiva, admisible y, en cierto sentido, permite explicar y dotar de «coherencia comunitaria» a la resolución casi en su totalidad.

1. Faceta negativa o censurable

Esta parte resolutive de la sentencia –declarar como ilícito comunitario la inexistencia de norma legal *expresa* que reconozca la facultad de la junta general de accionistas para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente reconocido a los titulares de obligaciones convertibles en acciones sobre nuevas acciones u obligaciones convertibles en acciones– tiene una faceta un tanto censurable dada su, al menos aparente, falta de coherencia lógica si se relaciona con el resto del contenido estimatorio de la sentencia ya expuesto. En efecto, la STJCE de 18-12-2008 acaba de declarar contraria a la Directiva 77/91/CE la atribución por el Derecho español de derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones y sobre nuevas obligaciones convertibles en acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones de emisiones anteriores según los artículos 158.1 y 293.2 LSA (núm. 46 de la S.). Ello plantea entonces, casi de forma intuitiva, la siguiente cuestión: ¿tiene algún sentido que, en consonancia con la sentencia, el Derecho español venga a establecer una regulación legal por la que se reconozca *expresamente* (núms. 51 y 57 de la S.) la facultad de la junta general de accionistas para acordar válidamente la exclusión de tal derecho teniendo en cuenta que el mismo ya ha sido previamente declarado incompatible con el régimen comunitario presente el artículo 29.1 de la Directiva 77/91/CE? Desde esta perspectiva, este último contenido de la resolución del TJCE parece absurdo. Si el simple reconocimiento *legal* de tal derecho a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones constituye, *per se*, un ilícito comunitario porque, a juicio del TJCE, ello contraviene el artículo 29.1 de la Directiva 77/91/CE, parece que la lógica debe imponer la correlativa declaración de ilicitud comunitaria del sistema legal español protector de la posición de los titulares de obligaciones convertibles en acciones ante el aumento del capital social de la sociedad emisora mediante emisión de nuevas acciones o ante la emisión de nuevas obligaciones convertibles en acciones pendiente el eventual ejercicio del derecho de conversión de las obligaciones en acciones. Esto es, habría que concluir que los números 2 y 3 del artículo 293 LSA deben ser derogados por ser contrarios a la Directiva citada, así como la misma suerte habrían de correr los contenidos del artículo 158.1 LSA relativos a la atribución de derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones derivadas de aumentos del capital social a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones. No obstante, estas conclusiones no son válidas ni definitivas dadas las consideraciones que siguen *infra*.

Conviene, no obstante, realizar cierta observación sobre la fundamentación del TJCE a este particular. Ante la referida pretensión de los demandantes, el Reino de España argumentaba que aunque el artículo 293 LSA no lo disponga expresamente, el mismo ha de interpretarse en el sentido de que la ausencia de tal disposición expresa no excluye la facultad de la junta general de accionistas para decidir válidamente sobre la exclusión de tal derecho, cuya fuente es la LSA. Sorprende, sin embargo, que el Reino de España no haya aludido al 159.3 LSA. Este precepto, contra lo que declara la STJCE de 18 de diciembre de 2008, admite expresamente la facultad de la junta general de accionistas para excluir el derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles en acciones ante aumentos del capital con emisión de nuevas acciones o de nuevas obligaciones convertibles en acciones con relación de cambio fija (en función de lo cual exige el previo reajuste de la misma para compensar los efectos de la tal exclusión). No obstante ceñir su eficacia a las obligaciones convertibles con relación de cambio fija, el artículo 159.3 LSA debe interpretarse, en nuestra opinión, en el sentido de que en el mismo subyace el reconocimiento de la tal facultad de la junta general de accionistas respecto de las acciones y de las obligaciones convertibles en general, esto es, también para el caso de relación de cambio variable. El artículo 159.3 ha de ser interpretado en conexión con el artículo 159.1-2 LSA, que regula la tal facultad de la junta (y del órgano de administración, en su caso) y sus condiciones de ejercicio. Por tanto, el artículo 159.3 LSA *presupone* la tal facultad de la junta general; de esta forma, el contenido normativo real de este apartado consiste en imponer a la sociedad la obligación de reajustar la relación de cambio fija cuando, ejercida tal facultad de exclusión por la junta general que se presupone ínsita en los apartados 1 y 2 del artículo 159, los tenedores de las obligaciones convertibles «se vean afectados por la exclusión del derecho de suscripción preferente», *afectados* en el sentido de que la exclusión implique «dilución del importe del derecho conversión». La conclusión es, entonces, que no existía base real, en nuestra opinión, para que el TJCE haya declarado que el artículo 293.2 LSA es contrario a la Directiva 77/91/CE porque la propia LSA (artículo 159.3 LSA) regula en efecto lo que el TJCE viene a declarar que la legislación española no regula, quizá porque, como se ha avanzado, el Reino de España no parece haber realizado alegación alguna en tal sentido (al menos la misma no consta en el texto de la STJCE).

El argumento sobre el que el TJCE basa la declaración de ilicitud comunitaria del artículo 293.2 LSA se revela formalista o, más bien, «literalista». Lo que el TJCE viene a exigir, no obstante lo ya afirmado respecto del valor en tal sentido del artículo 159.1-3 LSA, es que la LSA española debería contener una disposición *expresa y literal* por la que se disponga la facultad de la junta general de accionistas de excluir el derecho de suscripción preferente de nuevas acciones que asiste a los titulares de obligaciones convertibles en acciones. El TJCE invoca al efecto la doctrina contenida, entre otras, por la STJCE de 18 de enero de 2001 (Comisión/Italia, C-162/99) según la cual «la necesidad de garantizar la plena aplicación del Derecho comunitario no sólo obliga a los Estados miembros a modificar sus legislaciones de manera que sean conformes con el Derecho comunitario, sino que también exige que lo hagan mediante la adopción de disposiciones que puedan crear una *situación suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales*»; indica, además, el TJCE, que tampoco el Reino de España ha aportado «ningún elemento concreto que pruebe que los órganos jurisdiccionales españoles interpretan el artículo 293 de la LSA de modo que incluya la posibilidad de suprimir el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles» (núms. 54-55 S.).

La argumentación del TJCE expuesta (de orden formalista y literal porque no entra en el fondo del asunto) merece algunas observaciones. La primera de las bases sobre las que el TJCE asienta su resolución –la exigencia de claridad y transparencia en la transposición del Derecho comunitario a los Ordenamientos nacionales– es plenamente aceptable con carácter general. Uno de los fines del Derecho es la seguridad jurídica (cfr. art. 9.3 CE) y su consecución efectiva exige que toda regulación normativa en general sea *suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales*. Pero en este caso particular, la aplicación de tal doctrina se revela desproporcionada, exagerada y literalista. En primer lugar, porque, como se ha avanzado, tal disposición que el TJCE dice no existir sí existe (el ya citado artículo 159.3 LSA, si bien, como se ha avanzado, no consta que ello haya sido alegado por el Reino de España). En segundo lugar, porque aunque tal disposición española expresa y literal no existiera, ha de propugnarse que la aplicación de la doctrina legal que el TJCE invoca y aplica al caso debe tener como presupuesto lógico y necesario la previa existencia de una disposi-

ción comunitaria *suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales* y es obvio que tal disposición comunitaria que reúna tales condiciones no existe al caso en cuestión. Y no se puede afirmar que la misma esté representada por la Directiva 77/91/CE ya que las condiciones de regulación y protección de los derechos de los titulares de obligaciones convertibles en acciones no es el cometido de la misma y de lo escaso que en ella se regula al respecto (el núm. 6 de su artículo 29) no puede afirmarse que represente una normativa *suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales*. En este sentido, la STJCE que se comenta no está exenta de cierto cariz «farisaico» al exigir más de lo previamente establecido o al exigir cumplir lo que el propio legislador comunitario no ha cumplido y establecido con carácter previo (principio de legalidad). La doctrina que se invoca, en efecto, debe antes basarse en la previa y suficiente concreción y seguridad del propio Derecho comunitario aplicable al caso; fuera de tal presupuesto, la invocación y aplicación de esta doctrina resulta ser contraria a sí misma y, por tanto, debe constituir también un «ilícito comunitario» achacable en este caso, al órgano de aplicación del Derecho comunitario. En tercer lugar, no parece fuera de lugar reflexionar sobre los efectos que podrían derivarse del modo en que la tal doctrina legal es entendida y aplicada por el TJCE en el caso que se comenta (exigencia general de normativa *suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales*). Posiblemente, la tal doctrina aplicada sin considerar como presupuesto la previa y suficiente seguridad jurídica del propio Derecho comunitario aplicable a cada caso, debería conducir a la reformulación de gran parte del Derecho comunitario y, en consecuencia, a la reformulación de todas las legislaciones nacionales afectadas según tales exigencias. De esta forma, y desde otro aspecto, las Directivas dejarían de ser instrumentos en función de la «armonización» de las legislaciones de los Estados miembros para pasar a ser instrumentos directos de regulación comunitaria *uniforme* cuyo régimen de eficacia podría ser parangonable a la de los Reglamentos comunitarios. Por último, no deja de suscitar cierta perplejidad que el TJCE considere como argumento de su decisión el hecho de que el Reino de España no haya aportado «ningún elemento concreto que pruebe que los órganos jurisdiccionales españoles interpretan el artículo 293 de la LSA de modo que incluya la posibilidad de suprimir el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles». Ha de considerarse que tal elemento concreto podría haber sido aportado mediante la alegación de las SSAP de Cantabria de 14 de enero y de 5 de julio de 2004, las cuales se declaran a favor de la competencia de la junta general de accionistas para excluir el derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles en acciones sobre la base del artículo 159 LSA; en el mismo sentido, podría haberse considerado que no consta ninguna resolución del órgano directivo del sistema registral ni tampoco de la CNMV que se muestre contraria a la tal exclusión cuando la misma se ha dado en la *praxis*. De lo expuesto, no parece muy aventurado concluir que, contra lo que entiende el TJCE, la regulación legal española en el aspecto que se cuestiona sí es *suficientemente precisa, clara y transparente*, de forma que permite a éstos *conocer todos sus derechos* y, en su caso, *invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales*, por lo que parece poder afirmarse que el TJCE, en el presente caso, ha prestado más atención a criterios estrictamente literales de interpretación de las normas comunitarias y españolas concurrentes en el caso, que a criterios de carácter más jurídico como son los criterios hermenéuticos que obligan a atender a la sistemática de las normas, su contexto y, sobre todo, al espíritu y finalidad de las mismas (cfr. art. 3 CC).

2. Faceta positiva y, posiblemente, clave para entender e interpretar la STJCE de 18 de diciembre de 2008

No obstante lo anterior, el aludido aspecto resolutorio de la STJCE de 18 de diciembre de 2008 —declarar como ilícito comunitario la falta en la legislación española de una disposición legal *expresa* por la que se reconozca la facultad de la junta general de accionistas para acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones o nuevas de obligaciones convertibles en acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones de emisiones anteriores— constituye la clave explicativa de la resolución, así como es indicativa del camino más simple a seguir por el legislador español para, en su caso, acatar la misma mediante una pequeña adaptación de la legislación al respecto.

Puede afirmarse que, en efecto, el elemento clave de la STJCE reside en afirmar que la legisla-

ción comunitaria y, en concreto, el artículo 29 de la Directiva 77/91/CE, prohíbe a las legislaciones nacionales establecer reglamentaciones relativas al derecho de suscripción preferente del accionista ante la emisión de nuevas acciones contra entrega de aportaciones dinerarias (art. 29.1) por las que tal derecho quede atribuido *ex lege* y con carácter imperativo y definitivo a favor de otros sujetos distintos a los accionistas. Pero esto no significa que la titularidad *legal* del derecho de suscripción preferente deba necesariamente corresponder de forma exclusiva siempre y en todo caso, y con carácter inderogable, a los accionistas. La propia Directiva (artículo 29.5) admite la disponibilidad de tal derecho por parte de la sociedad mediante el recurso a las técnicas contractuales u orgánicas propias de la organización de la sociedad anónima. Así, el citado núm. 5 del artículo 29 admite que la legislación de los Estados miembros pueden «prever que los estatutos, la escritura de constitución o la junta general, por decisión según las reglas de quórum, con la mayoría y la publicidad indicados en el apartado 4, podrán otorgar el poder de limitar o de suprimir el derecho preferente al órgano de la sociedad habilitado para decidir sobre el aumento del capital suscrito dentro de los límites del capital autorizado». Según ello, el sistema regulador de atribución del derecho de suscripción preferente presente en la Directiva 77/91/CE se compone de dos elementos: a) en línea de principio, tal derecho se configura como propio y exclusivo del accionista ante la emisión de nuevas acciones contra entrega de aportaciones dinerarias (art. 29.1); b) no obstante, los Estados pueden limitar el tal carácter propio y exclusivo de tal derecho del accionista, y autorizar de forma expresa su disponibilidad a favor de la sociedad mediante regulaciones contractuales (cláusulas en la escritura de constitución o en los estatutos sociales) y/o mediante el reconocimiento de la facultad de disposición sobre el derecho de suscripción preferente a favor de los órganos sociales con poder de decisión (junta general de accionistas u órgano habilitado para decidir sobre el aumento del capital) (art. 29.5). La política legislativa subyacente al legislador comunitario en este aspecto tiene como contenido asegurar –y así lo ratifica el TJCE en la sentencia que se comenta– que el derecho de suscripción preferente sea considerado por las legislaciones nacionales como parte esencial de la posición jurídica del accionista. Ahora bien, el carácter esencial de tal derecho se considera compatible o subordinado al interés de la sociedad, de forma que, con las debidas garantías (cláusulas estatutarias, contractuales o acuerdos de órganos sociales adoptados según exigencias especiales), tal derecho puede ser limitado o excluido para ser atribuido a favor de otros sujetos distintos a los accionistas. Lo que el Derecho comunitario no regula expresamente es si la disponibilidad del tal derecho del accionista y su directa atribución a favor de otros sujetos puede tener lugar *ope legis*, es decir, el legislador comunitario guarda silencio sobre si la fuente de la limitación o exclusión del mismo puede no ser sólo contractual u orgánica, sino también *legal* como sucede con el caso del Derecho español según los artículos 158.1 y 293.2 LSA, sobre el que la STJCE se pronuncia.

La respuesta a tal cuestión, que es la clave de la STJCE que se comenta, sólo puede ser positiva, en nuestra opinión. Si el legislador comunitario admite expresamente que el derecho de suscripción preferente del accionista puede ser limitado o excluido sobre la base de la organización contractual y orgánica de la sociedad anónima, elementos a través de los cuales la sociedad anónima define y protege, al tiempo, el interés social o interés común de los socios, debe ser perfectamente lícito a nivel comunitario que el legislador nacional también defina, valore y proteja tal interés social (como de hecho lo hace en múltiples disposiciones societarias) en consonancia con la Directiva aplicable; es decir, el legislador nacional puede predeterminar legalmente las condiciones de definición, valoración y protección del interés de la sociedad bajo las mismas condiciones que pueden hacerlo los socios (a través de los estatutos sociales o de los acuerdos de los órganos sociales). En este caso concreto, se ha reconocer competencia al legislador español para configurar un sistema legal de inversión-financiación mediante emisión de valores negociables (obligaciones convertibles en acciones *típicas*) en cuya estructura resulta adecuada una disposición legal por la que, *ministerio legis*, se disponga la exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista y su atribución a favor de titulares de otra clase de valores «participativos» (cfr. art. 26.2 LMV) dado que el *interés de la sociedad* permite justificar y amparar tal disposición considerada en la estructura conjunta de la operación financiero-inversora en la que la misma se inserta. En otras palabras, el legislador nacional puede ser también intérprete del interés de la sociedad al mismo nivel que pueden serlo los propios socios y los órganos sociales de la sociedad anónima. Ello no se opone a la Directiva 77/91/CE sino que tal cláusula de valoración legal del interés social debe considerarse implícita en el texto de su artículo 29.5. En consecuencia, debe ser admisible según el régimen comunitario que el legislador nacional regule un sistema de financiación-inversión específico para la sociedad anónima, entre los muchos a los que ésta puede acudir, en cuya estructura se inserta *ope legis* la exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista y su atribu-

ción a sujetos titulares de otra clase de valores siempre que los mismos tengan carácter «participativo» en el sentido del artículo 26.2 LMV y del artículo 2.1.b) de la Directiva 2003/71/CE. Los órganos sociales con poder de decisión en la sociedad anónima valoran y acuerdan libremente asumir tal exclusión si acuerdan poner en funcionamiento tal operación financiero-inversora legalmente diseñada dado que entienden que la misma es acorde con el interés de la sociedad y son los órganos sociales competentes los que, al acordar la práctica de tal operación, prestan su acuerdo implícito a la totalidad del régimen de la misma entre cuyos elementos se contiene la referida exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista y su atribución a otros titulares de valores. El fundamento y sistema es el mismo, nótese, que el que rige en materia de fusión por absorción o el mismo que se observa ante el aumento del capital preciso para atender los ejercicios del derecho de conversión de las obligaciones en acciones (cfr. arts. 159.4 y 292.1 LSA). Puede afirmarse, pues, que ante esta clase de operaciones societarias *complejas* de diseño *legal*, el acuerdo social *único* de realización de las mismas encierra los diferentes acuerdos específicos o particulares sobre los diferentes aspectos propios de cada una. Y ello, se repite, forma parte del círculo de facultades del legislador nacional para definir, valorar y proteger el interés de la sociedad en cada una de tales operaciones en defecto de disposición comunitaria al respecto o bien cuando, existiendo la misma, la regulación nacional no resulte incompatible con el contenido de la regulación comunitaria, como, en nuestra opinión, puede afirmarse del caso que subyace en la STJCE que nos ocupa. Desde la perspectiva expuesta cabe afirmar, en conclusión, que no existe antinomia entre nuestra LSA y la Directiva 77/91/CE en los aspectos objeto de la STJCE de 18 de diciembre de 2008. Ambas normas son perfectamente compatibles porque la junta general de accionistas, al acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones típicas está acordando, implícitamente, la limitación parcial del derecho de suscripción preferente del accionista sobre ulteriores aumentos del capital social directos o por virtud de ulteriores emisiones de obligaciones convertibles en acciones ya que los tales accionistas habrán de «compartir» su derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones con los titulares de obligaciones convertibles en acciones en circulación. La junta general de accionistas (o, en su caso, el órgano de administración) está plenamente capacitada por el Derecho español en consonancia con el comunitario (artículo 29.5 Directiva 77/91/CE y artículo 159 LSA) para adoptar esta clase de acuerdo de limitación o exclusión parcial de tal derecho.

No obstante, si es que se desease una aclaración absoluta sobre el contenido del régimen legal en el sentido indicado por la STJCE bastaría introducir un inciso en los artículos 158.1 y 293.2 LSA por el que se disponga que la junta general de accionistas o, en su caso, el órgano de administración en ejercicio de su facultad delegada, podrá acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones desprovistas de derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones o nuevas obligaciones convertibles en acciones u otra clase de valores convertibles en acciones. Obviamente, si la emisión tiene lugar en régimen de oferta pública de suscripción, los potenciales inversores deberán ser convenientemente informados de la tal exclusión del mencionado derecho, como por lo demás exige el régimen aplicable al efecto según se verá.

III. EL RECONOCIMIENTO POR LA LSA DE DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE DE NUEVAS ACCIONES Y/O DE NUEVAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES A FAVOR DE LOS TITULARES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES EN LOS SUPUESTOS DE AUMENTO DEL CAPITAL CON EMISIÓN DE NUEVAS ACCIONES CONTRA ENTREGA DE APORTACIONES DINERARIAS O DE NUEVAS EMISIONES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES (ARTS. 158.1 Y 293.2 LSA) NO ES CONSTITUTIVO DE ILÍCITO COMUNITARIO

El artículo 158.1 LSA atribuye derecho de suscripción preferente a los titulares de obligaciones convertibles en acciones en condiciones de igualdad con los accionistas de la sociedad emisora ante aumentos del capital social con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas. Lo propio hace el artículo 293.2 LSA respecto de emisiones de nuevas obligaciones convertibles en acciones. Considerado lo hasta ahora expuesto, y a diferencia de lo resuelto por el TJCE, cabe afirmar que tales normas son compatibles con el artículo 29 de la Directiva 77/91/CE. Pero, no obstante ello, quizá convenga abundar un tanto más en las razones de tal afirmación. Puede convenir así considerar los siguientes aspectos:

(i) *Regulación genérica por el Derecho Comunitario de la emisión de valores negociables.*—Las condiciones de la licitud comunitaria de la emisión de obligaciones convertibles en acciones no pueden valorarse desde la simple y exclusiva consideración de la Directiva 77/91/CE —según resuelve el TJCE— sino que han de valorarse en conjunción con la regulación comunitaria de la emisión de valores negociables. Es preciso, por tanto, interpretar la Directiva 77/91/CE en relación, sobre todo, con la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Esta Directiva (ni ninguna otra a salvo los aspectos relativos a las acciones presentes en la Directiva 77/91/CE), no contiene una regulación completa de los valores negociables según sus clases y tipos, régimen de emisión, derechos y obligaciones de sus titulares, etc. La política legislativa subyacente a la misma es la de articular un sistema legal genérico susceptible de satisfacer el principio de tutela debida a la inversión en valores negociables que, expresamente, se formula en sus considerandos 10 y 19 ss., según los cuales la tal regulación se inspira en la exigencia genérica de *garantizar la protección del inversor y la eficiencia del mercado*. En función de ello se requiere a los Estados miembros que dispongan *salvaguardias de protección de los intereses de los inversores reales y posibles para que estén capacitados para poder evaluar con la información suficiente [los] riesgos y tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa*. En ese contexto, la Directiva responde a un principio de libertad de creación y configuración de valores negociables por parte de los emisores, sin perjuicio de la regulación por los Estados miembros de concretas clases y tipos de valores. Los emisores disponen de libertad para crear y configurar valores mobiliarios pero, en el ejercicio de esa libertad, han de proporcionar al mercado la información suficiente sobre los valores y sobre su emisor y demás implicados en la operación a fin de que los potenciales inversores *estén capacitados para poder evaluar con la información suficiente [los] riesgos y tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa*. Esta información obligatoria se regula y formulariza por el Reglamento (CE) 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004.

En tal contexto, no cabe desconsiderar que la Directiva citada equipara las acciones a las obligaciones convertibles en acciones a efectos del principio de protección del inversor en valores negociables a través del citado sistema de obligación de difusión de información de contenido formularizado². El principio de libertad de creación, configuración y emisión de valores que inspira la Directiva 2003/71/CE y que secunda nuestra LMV (arts. 2 y 25), exige su conexión con la Directiva 77/91/CE al efecto de valorar el grado de acierto de la STJCE de 18 de diciembre de 2008. La Directiva 77/91/CE establece un sistema de protección *relativa* del derecho de suscripción preferente del accionista. *Relativa* porque tal derecho se configura como derecho propio o «natural» del accionista pero, al mismo tiempo, se admite la disponibilidad del mismo por vía contractual u orgánica (artículo 29.1 y 5). Se explica, por ello, que la Directiva 2003/71/CE, al configurar la categoría de los que denomina *valores participativos* (art. 2.1.b), incluya expresamente entre ellos a los *valores mobiliarios que den derecho a adquirir cualquiera de los valores mencionados* (las acciones) *por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que el último tipo de valores sea emitido por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo de dicho emisor*. Esto es, se incluyen en el seno de la citada categoría a las obligaciones convertibles en acciones *típicas*, sin excluir la licitud de otros tipos de valores convertibles. Esto nos debe conducir a la conclusión, no exenta de importancia en relación con el caso que nos ocupa, de que las legislaciones nacionales disponen de libertad para regular y configurar clases y tipos de valores mobiliarios según el contenido de los derechos y obligaciones que los mismos incorporen dentro de los (amplios) límites derivados de las Directivas citadas. Esto significa que, entre otras clases y tipos de valores, el legislador nacional puede regular las obligaciones convertibles en acciones como valores dotados de una estructura y un contenido obligacional *típico* siempre que el mismo sea compatible con el régimen comunitario.

(ii) *Compatibilidad con el Derecho comunitario de la regulación española de las obligaciones convertibles en acciones típicas o según la LSA.*—Conviene recordar, en primer lugar, que la razón que fundamenta y subyace bajo la atribución *legal* de derecho de suscripción preferente (de acciones y de obligacio-

2. Según el artículo 2.1.b de la Directiva 2003/71/CE, quedan dentro de su ámbito de aplicación los valores participativos, los cuales son las acciones y otros valores mobiliarios equivalentes a acciones de sociedades, así como cualquier otro tipo de valores mobiliarios que den derecho a adquirir cualquiera de los valores mencionados por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que el último tipo de valores sea emitido por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo de dicho emisor (en el mismo sentido, el artículo 26.2 párr. 2º LMV).

nes convertibles) a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones, en igualdad con los accionistas de la sociedad emisora (cfr. arts. 158.1 y 293.1 LSA), es la de articular una fórmula legal que procure la tutela merecida por el derecho de conversión o expectativa de devenir accionista inherente a la posición del titular de la obligación convertible; más en general, puede afirmarse que tal regulación encuentra su fundamento último en el ya aludido principio general de protección del inversor en valores negociables formulado explícitamente por la Directiva 2003/71/CE. Desde esta perspectiva, el aumento del capital social pendiente la conversión de los valores convertibles en acciones es una operación societaria susceptible de afectar negativamente al contenido patrimonial y societario del derecho a la conversión de las obligaciones —y, por tanto, al acto de inversión en valores que las mismas implican— ya que los obligacionistas que opten por ejercitar su derecho de conversión devendrán socios pero, probablemente, con una participación en el capital social proporcionalmente menor a la que hubieran tenido y tenían derecho a esperar en el momento de suscripción de las obligaciones convertibles; es decir, por una parte, sus derechos societarios o de participación social (voto, información, suscripción preferente, etc.) se verán «diluidos» al resultar proporcionalmente inferiores a los esperados al tiempo de suscribir las obligaciones ya que se darán en el contexto de una cifra de capital mayor a la existente en el momento de la emisión de aquéllas; por otra parte, el aumento del capital social puede tener, en buena parte de los casos, efectos diluyentes del valor patrimonial (o, en su caso, de mercado) de las acciones a entregar a los obligacionistas en caso de convertir éstos sus obligaciones, de forma que, también desde esta perspectiva patrimonial-inversora, el aumento del capital con emisión de nuevas acciones es susceptible de reducir el valor real, o el de mercado, en su caso, de las acciones a entregar a los obligacionistas que conviertan respecto al valor que los obligacionistas podían esperar fundadamente al tiempo de suscribir sus obligaciones. Los aumentos del capital de la sociedad emisora de obligaciones convertibles pendiente la conversión de las mismas pueden, en definitiva, tener efectos «diluyentes» del contenido o expectativa inicial del derecho de conversión en sus aspectos societarios y patrimoniales y resultar lesivos, por tanto, del principio general de protección del inversor en valores negociables así como del principio de eficiencia que ha de presidir el funcionamiento de los mercados primarios y secundarios de valores. Por todo ello, no ha de juzgarse incompatible con el régimen comunitario (que carece de normas al respecto), la articulación por los Estados miembros de técnicas legales susceptibles de amparar las expectativas legítimas de tal fórmula de inversión y que, al tiempo, no resulten impeditivas, esto es, sean compatibles, con el interés y el derecho de la sociedad emisora a realizar tal clase de operación financiera (esto es, tales técnicas son compatibles con el «interés social», cf. art. 159.1 LSA). Entre las tales técnicas protectoras de la posición del titular de obligaciones convertibles la LSA opta por la atribución legal a favor de los titulares de obligaciones convertibles del derecho de suscripción preferente, en paridad con los accionistas, sobre nuevas acciones o, en su caso, sobre nuevas obligaciones convertibles (art. 158.1 LSA y art. 293.2 LSA). La LSA/1989 incorpora así una auténtica cláusula «antidilución» de fuente legal protectora, al tiempo, del contenido económico y societario —contenido inversor, al cabo— de las obligaciones convertibles en acciones. Tal técnica no está reñida sino, más bien, es perfectamente compatible con la exigencia de protección debida al acto de inversión que se materializa a través de la suscripción o ulterior adquisición de obligaciones convertibles.

Si se relaciona lo expuesto con el contenido resolutivo de la STJCE que se comenta, no parece aventurado concluir que resulta discutible el nivel de respeto por la misma a uno de los principales principios comunitarios en materia de regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, cual es el citado de protección preferente del inversor y de eficiencia de los tales mercados, ya que la tal resolución viene, por una parte, a deslegitimar una técnica legal de protección de la inversión en valores convertibles cuyos resultados pueden no ser los óptimos pero que, sin duda, contribuye de forma adecuada a tal fin; por otra, resulta que tal técnica legal de protección del valor convertible resulta deslegitimada sin que conste que el Ordenamiento comunitario se oponga a la misma, sobre todo si se considera lo ya expuesto en el núm. II del presente comentario. En otros términos, la regulación comunitaria en materia de inversión en valores negociables se inspira y funda en el principio fundamental de protección de la inversión en valores (así, la citada Directiva 2003/71/CE); tal regulación comunitaria no se ha plasmado hasta ahora en ninguna reglamentación específica de la inversión en obligaciones convertibles en acciones y en valores convertibles en general. En consecuencia, cabe mantener que los Estados miembros (como, por ejemplo, el español, italiano o francés, si bien este último a través de otra técnica) disponen de legitimidad suficiente para regular técnicas de protección a favor de los inversores en valores convertibles. Sin

embargo, el TJCE, en la sentencia que se comenta, declara, *de facto*, que una de esas técnicas –que, según se ha expuesto, no puede censurarse como lesiva del interés de la sociedad emisora y de sus accionistas sino más bien favorable a ambos sectores de interesados– resulta incompatible con el Derecho comunitario (con el art. 29.1 y 5 de la Directiva 77/91/CE, en concreto), lo cual no parece correcto o, al menos, es bastante discutible (vid. *supra* núm. II) vista la falta de fundamento suficiente fuera del puramente literal.

(iii) *¿Retroceso hacia la situación legal de desprotección del titular de obligaciones convertibles anterior a la LSA/1989?* Conviene recordar que uno de los principales problemas que planteaba la emisión de obligaciones convertibles en acciones con anterioridad a la vigente LSA/1989 era, precisamente, el relativo al tratamiento del derecho de suscripción preferente del accionista sobre las nuevas acciones derivadas del aumento de capital social necesario para atender las opciones de conversión en acciones de las obligaciones. La doctrina se había pronunciado, en un sentido, sobre el carácter absoluto de tal derecho del accionista ante dicho aumento del capital y su consiguiente carácter inexcluíble por acuerdo de ningún órgano social³, y, en otro sentido, sobre la licitud de su exclusión por acuerdo de la junta ante tal destino de las acciones derivadas de él, postura esta última que ratificaba la *praxis* de entonces, aunque en situación de insuficiente cobertura legal⁴. Ante ello, la Ley 19/1989 (artículo 9, ahora en los artículos 159.4 y 292.1 LSA) optó por disponer que el acuerdo *único* de emisión de obligaciones convertibles en acciones, como operación unitaria y compleja, encierra, al menos, dos acuerdos específicos o particulares: a) el acuerdo del aumento del capital en la cuantía necesaria para atender el ejercicio de los derechos de conversión (art. 292.1 LSA); b) el acuerdo de exclusión automática del derecho de suscripción preferente del accionista sobre las nuevas acciones derivadas del aumento de capital destinado a satisfacer las posibles opciones de conversión (artículo 159.4 LSA), si bien tal derecho se traspasa, *ministerio legis*, a favor de los accionistas sobre la suscripción de las propias obligaciones convertibles en acciones cuya emisión ha sido acordada [artículos 48.2.b) y 293.1 LSA], así como también resulta atribuido a favor de los titulares de obligaciones convertibles de emisiones anteriores (artículo 293.2 LSA). Se trata, en conjunto, de un *sistema legal armónico* –no de algunas normas inconexas– del que puede afirmarse que responde a un principio de equilibrio ante la protección debida a la sociedad emisora, a la posición de los inversores en acciones de la misma, así como a los inversores en las obligaciones convertibles en acciones emitidas y a emitir. El principio de protección de inversores en cada una de ambas clases de valores se halla bien equilibrado con el tal sistema legal ya que permite a la sociedad emisora captar recursos financieros del mercado de capitales adaptándose a las condiciones del mismo y a las de su particular política y situación financiera; por otra parte, sus accionistas quedan protegidos ante tal operación ya que su derecho de suscripción preferente se traslada sobre las obligaciones convertibles a emitir; del mismo modo, los titulares de obligaciones convertibles (que pueden ser, al tiempo, los propios accionistas) ven protegidas sus expectativas de ingresar en la sociedad mediante el ejercicio de su derecho de conversión según una regla de respeto a las condiciones de *status quo* dadas al tiempo de formulación de la oferta de suscripción de las tales obligaciones convertibles y consiguiente realización del acto de inversión. El sistema legal español descrito puede calificarse, en suma, como justo y equilibrado desde los tres sectores de intereses presentes en la operación de inversión-financiación: los de la sociedad emisora, los de sus accionistas y los de los inversores en obligaciones convertibles pendientes su conversión. No obstante ello, el interés de la sociedad queda protegido a ultranza ya que la junta general (o, en su caso, el órgano de administración) puede llegar a acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente de los accionistas sobre las nuevas obligaciones convertibles en acciones, así como también, en nuestra opinión, sobre el propio de los titulares de obligaciones convertibles en acciones ya emitidas o en circulación (art. 159 LSA).

Pues bien, la STJCE de 18 de diciembre de 2008, al declarar incompatible con el Derecho Comunitario el derecho de suscripción preferente reconocido a los titulares de obligaciones convertibles en acciones de emisiones en circulación, produce cierta desarticulación del sistema legal descrito no sólo en perjuicio de los titulares de esta última clase de valores sino en perjuicio de todos los sectores de interesados legítimos. En efecto, si la Ley no puede ser fuente –ni siquiera con fuerza *dispositiva* como es el caso– del derecho de suscripción preferente de los titulares de

3. Artículo 39 LSA/1951; postura defendida por SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1973, pgs. 332 ss.

4. GARRIGUES RUBIO, vid. citas en el citado libro de A. SÁNCHEZ ANDRÉS.

obligaciones convertibles ante aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones o ante nuevas emisiones de obligaciones convertibles, la colocación de esta clase de valores en el mercado primario puede ser menos atractiva y, por tanto, menos efectiva puesto que los eventuales inversores en tal clase de valores parten con cierta desventaja e inseguridad en sus condiciones de futuro –cuando deba ser adoptada la decisión sobre la convertibilidad– respecto de los accionistas de la sociedad emisora. Aquéllos no pueden, por supuesto, impedir nuevos aumentos del capital ni nuevas emisiones de obligaciones convertibles que podrán determinar la mayor o menor «dilución» de su posición societaria y patrimonial; pero tampoco tienen derecho a participar en ellos en igualdad con los accionistas. Es probable, entonces, que opten por dirigir su inversión hacia otra clase de valores o instrumentos. De este modo, la sociedad anónima puede ver mermada una de sus opciones de captación de recursos en el mercado de capitales e, indirectamente, sus accionistas pueden también quedar afectados por la limitación. Parece poder afirmarse, en conclusión, que la STJCE que se comenta viene a cercenar –o, al menos, a mermar sus posibilidades– un sistema de inversión-financiación equilibrado en la protección de los diversos intereses en presencia sin que, por un lado, exista fundamento comunitario suficiente al respecto fuera de la aludida lectura literalista del artículo 29.1 de la Directiva 77/91/CE y sin que, por otro lado, se haya considerado por el TJCE que la limitación o exclusión parcial del derecho de suscripción preferente de los accionistas para ser compartido con los titulares de obligaciones convertibles en acciones *es objeto de acuerdo explícito* por parte de la junta general de accionistas o, en su caso, del órgano de administración, al adoptar el acuerdo *único* de emisión de obligaciones convertibles en acciones ya que *tal exclusión parcial forma parte del sistema legal de esta operación compleja financiero-inversora*.

Por otra parte, también se debería considerar que el sistema legal que rige la emisión de obligaciones convertibles en acciones regulado por la LSA es *típico* pero no es imperativo en su totalidad. La sociedad anónima, al amparo de los artículos 2 y 25 LMV (acordes con la Directiva 2003/71/CE) puede acudir a la emisión de valores convertibles *atípicos* que, por tanto, no tienen por qué implicar reconocimiento de derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones u obligaciones convertibles en acciones a favor de sus titulares (tales como, por ejemplo, las obligaciones con bonos de suscripción de acciones, valores que incorporen derechos de suscripción u opción sobre futuras acciones en cartera o fruto de aumento del capital, obligaciones con cláusula de conversión obligatoria en acciones, valores convertibles en acciones de otra sociedad distinta a la emisora).

Pero, no obstante ello, en toda emisión de obligaciones convertibles en acciones (típica o atípica), y de valores convertibles en general, el emisor debe asegurar la existencia previa o, en su caso, la creación de las acciones objeto del derecho de conversión. Tal presupuesto de protección de los inversores en tal clase de valores convertibles o con derecho de opción sobre otros valores no es objeto de regulación directa y expresa por el Derecho comunitario pero se ha de entender implícito en el mismo. Así, por una parte, según se ha visto, el artículo 2.1.b) de la Directiva 2003/71/CE, a los efectos de su ámbito de aplicación, define como *valores participativos*, además de las acciones y otros valores mobiliarios equivalentes a acciones de sociedades, «a cualquier otro tipo de valores mobiliarios que den derecho a adquirir cualquiera de los valores mencionados por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que el último tipo de valores sea emitido por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo de dicho emisor» (en el mismo sentido, el artículo 26.2 párr. 2º LMV). Y el Reglamento (CE) 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, al regular los contenidos de los diferentes folletos informativos de emisión según la clase de valor a emitir, tiene en cuenta que las legislaciones nacionales pueden atribuir derechos de suscripción preferente sobre tales valores cuyos titulares no tienen por qué ser única y exclusivamente los accionistas de la entidad emisora y exige que se informe sobre las condiciones de existencia de las acciones subyacentes, esto es, sobre las acciones en las que serán convertibles las obligaciones y otros valores asimilables. Así, el anexo XIV del citado Reglamento (CE) –relativo a las acciones *subyacentes* a algunos valores participativos entre los que se encuentran las obligaciones convertibles– regula la información necesaria a contener por el folleto informativo sobre los siguientes aspectos, entre otros: a) la legislación conforme a la cual se han creado o se crearán las acciones subyacentes (1.2); b) los derechos de suscripción preferente en las ofertas de suscripción de valores de la misma clase (1.5); c) declaración de las resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales los valores se han creado o se crearán y/o se emitirán, indicando la fecha de emisión (1.6); d) impacto en el emisor de la acción subyacente del ejercicio del derecho y del posible efecto de dilución para los accionistas (1.11). De tales contenidos informativos necesarios del fo-

llo puede deducirse que el legislador comunitario no ha prejuzgado la validez de una legislación nacional conforme a la cual los derechos de suscripción preferente sobre las acciones subyacentes correspondan a otros sujetos además de a los accionistas ya que no indica que tal derecho sólo pueda corresponder a éstos, lo cual parece lógico que debería hacer de seguirse la estricta interpretación del artículo 29.1 de la Directiva 77/91/CE que propugna el TJCE en la sentencia que se comenta; por otra parte, del núm. 1.6 citado se deduce que las acciones subyacentes a los valores convertibles deben estar disponibles a favor de los titulares de los mismos, sin que, nuevamente, se prejuzgue el régimen legal del acto del cual los mismos pueden nacer o ser creados (la ley o el acuerdo de algún órgano social con competencia al efecto o su adquisición y reserva al efecto por la propia sociedad emisora del valor convertible o por otro sujeto); por otra parte, el núm. 1.11 permite deducir que los accionistas del emisor de la acción subyacente pueden experimentar un efecto «dilución» ya que se obliga al emisor a informar sobre el mismo; ello, nótese, es indicativo de que tales accionistas pueden no haber tenido derecho de suscripción preferente sobre las acciones subyacentes ni sobre los valores en los que las mismas son convertibles o sobre las que se puede ejercer derecho de opción a su adquisición ya que si así fuera podrían ver compensado el tal efecto dilución de su posición en el seno de la sociedad mediante otras técnicas o mecanismos.

Los aspectos expuestos de la legislación comunitaria existente al respecto y, en especial, los contenidos informativos obligatorios exigidos por el Reglamento (CE) 809/2004, permiten avalar la validez comunitaria de nuestra LSA cuando la misma exige que la emisión de obligaciones convertibles *típicas* debe ir acompañada, por una parte, del coetáneo acuerdo de aumento del capital social en la medida suficiente para atender las opciones de conversión (artículo 292.1 LSA); así como tampoco cabe, por otra parte, discutir la validez comunitaria del artículo 159.4 LSA al excluir, *ministerio legis*, el derecho de suscripción preferente de los accionistas sobre tales acciones con destino predeterminado. El legislador comunitario propugna como carga del emisor del valor convertible en acciones la de asegurar la existencia de las mismas y que, por tanto, el titular del derecho de opción o de conversión cuente con el presupuesto necesario para su efectivo ejercicio. Pues bien, en conexión con ello no cabe desconsiderar que nuestro propio Derecho regula un supuesto que, en la aplicación literal del artículo 29.1 de la Directiva 77/91/CE que propugna el TJCE en la sentencia que se comenta, debería ser también incompatible con el derecho comunitario. Se trata del aludido artículo 159.4 LSA cuando dispone la exclusión del derecho de suscripción preferente sobre las acciones derivadas del aumento del capital para atención del ejercicio de los derechos de conversión de las obligaciones. Y no parece que ante ello quepa objetar que las obligaciones convertibles en acciones no constituyen aportaciones dinerarias, pues efectivamente lo son cuando el aumento es efectivamente *ejecutado* y computado e *inscrito* (cfr. artículo 294.1 LSA) entonces como capital social efectivo. Tal sistema no resulta objetado por el Reglamento (CE) 809/2004 en el sentido antes expuesto, sino que, más bien, lo que consta es el propósito del legislador comunitario de asegurar a los inversores la efectiva convertibilidad de sus valores que incorporan tal derecho de conversión.

La exclusión *ministerio legis* del derecho de suscripción preferente *ex* artículo 159.4 LSA es plenamente admisible ante el régimen comunitario porque, por una parte, en ella subyace la protección del interés de la sociedad (artículo 159.1 LSA)⁵; y, por otra, por la sencilla razón de que si tal derecho no fuera objeto de exclusión legal la operación sería de imposible factura. Pero ha de anotarse que el carácter legal de la exclusión de tal derecho en este aspecto y con el citado fin no es más que una manifestación del carácter disponible de tal derecho por parte de la junta general de accionistas según el artículo 29.5 de la Directiva 77/91/CE. En realidad no es la Ley la que excluye tal derecho. Es la junta la que lo excluye al adoptar el acuerdo de financiar la sociedad mediante emisión de obligaciones convertibles en acciones, presupuesto necesario de las cuales es la existencia y disponibilidad de las acciones a favor de los obligacionistas que opten por la conversión. En este sentido, la exclusión legal del derecho de suscripción preferente del accionista sobre tales acciones cuyo destino es atender el ejercicio de los derechos de conversión por los obligacionistas no es más que una especie de confirmación legal del interés social de la operación, la cual

5. Que, como se ha avanzado, tiene aquí por contenido procurar la obtención de recursos financieros a través de las posibilidades que en tal sentido ofrece el capital social en su aspecto financiero en relación con las posibilidades al respecto ofrecidas por el mercado de capitales, siempre que, como es el caso, se configure un sistema legal armónico que procure la protección debida a todos los intereses en presencia ante la operación financiero-inversora y, en especial, a los inversores en tal clase de valores.

acuerda la junta por mayoría (o, en su caso el órgano titular de la facultad delegada) en base a un acuerdo *unitario* y comprensivo de todos los aspectos de la misma.

Pues bien, el reconocimiento de ese mismo derecho de suscripción preferente a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones cuando la sociedad acuerde realizar nuevos aumentos de capital con emisión de nuevas acciones contra entrega de aportaciones dinerarias o nuevas emisiones de obligaciones convertibles en acciones en paridad con los accionistas de la sociedad, resulta ser una disposición legal de características muy similares a la anterior. Se trata de una constatación legal de lo que constituye una exigencia del propio sistema ante el supuesto de obligaciones convertibles con relación de cambio *fija* que, contra lo declarado por el TJCE, no resulta incompatible con la Directiva 77/91/CE.

(iv) *La relación de cambio fija como presupuesto de aplicación del régimen legal de atribución de derecho de suscripción preferente a los titulares de obligaciones convertibles en acciones.*—La técnica legal protectora de la situación jurídico-inversora del titular de obligaciones convertibles ahora en duda tras la STJCE que se comenta, sólo tiene sentido en el caso de obligaciones convertibles con relación de cambio *fija* (cfr. art. 159.3 LSA). Sólo ante esta clase de relación de cambio puede resultar mermada la participación en el capital social que de forma *fija* e inalterable se reserva a los obligacionistas desde el mismo momento de la emisión de las obligaciones convertibles a consecuencia de un nuevo aumento del capital o de una nueva emisión de obligaciones convertibles en pendencia de la conversión. Ante obligaciones convertibles con relación de cambio variable tal medida carece de sentido ya que la propia mecánica de esta última clase de relación de cambio debe poder compensar de forma automática al obligacionista las eventuales desventajas mediante el efecto de atribución al mismo de un mayor número de acciones en sede de conversión⁶.

La LSA denomina «bases de conversión» (artículos 292.1 y 294.2 LSA) a lo que en el ámbito de los mercados financieros se suele denominar como *relación o tipo de cambio* o de conversión de las obligaciones por acciones. Se trata de un elemento básico de la estructura de las obligaciones convertibles en acciones. La relación de cambio o base de conversión es la condición contractual que, bajo forma de criterio matemático, expresa el valor o el número de acciones que pueden ser obtenidas en pago de cada valor convertible al ejercitar el obligacionista su facultad de conversión; la relación de cambio actúa, pues, como criterio de determinación de la deuda del emisor ante el ejercicio por parte del obligacionista de su facultad de optar por la entrega de acciones como medio de pago de sus obligaciones. La relación de cambio o base de conversión puede ser fija (o determinada *a priori* y de forma invariable por las condiciones de emisión) o variable (o determinable *a posteriori* como resultado de la aplicación de las variables predispuestas en las condiciones de emisión). (i') La relación de cambio es *fija* cuando su configuración permite *ab initio* conocer de forma determinada e inalterable, desde el mismo momento de la expresión de la oferta de suscripción de las obligaciones convertibles, el número de acciones al que tendrá derecho el obligacionista que opte por convertir sus obligaciones en acciones con independencia, por tanto, del valor de éstas en el mercado. (ii') La relación de cambio es *variable* cuando su configuración incluye uno o más elementos variables respecto de la determinación del valor dinerario de las acciones a efectos de su posible conversión por las obligaciones; de este modo, el valor de conversión de las acciones no se determina ni se conoce al tiempo de formulación de la oferta de suscripción de las obligaciones convertibles sino que se determina siempre *a posteriori*, normalmente en un período próximo a la apertura de cada uno de los períodos de ejercicio del derecho a convertir las obligaciones en acciones. Usualmente, mediante la relación variable, el valor de conversión de las acciones se determina de acuerdo con el valor medio de cotización bursátil de éstas durante un período de tiempo anterior al eventual ejercicio de las opciones de conversión, esto es, según su *valor de mercado*. Por ello, tal sistema conduce, en realidad, a meros *aumentos de capital diferidos* en su ejecución en los que el precio de suscripción de las acciones es el equivalente al de su valor de mercado del que se suele restar una cuantía más o menos significativa (prima de conversión) que actúa como incentivo para que los obligacionistas opten por convertir sus obligaciones en acciones.

En nuestro Derecho, ambas modalidades de relación de cambio (fija y variable) son plenamente lícitas al amparo de los artículos 2.1, 26.2 y 30.ter.1 párr. 3º LMV, así como de acuerdo con el concepto amplio de valores participativos presente en el art. 2.1.b de la Directiva 2003/71/CE.

6. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Obligación convertible», cit., pg. 4515.

Pero conviene observar que el régimen de las obligaciones convertibles en acciones *típicas* en el sentido de las que responden al modelo subyacente en los artículos 292 a 294 LSA, no está en función de la relación de cambio variable sino que tales preceptos parten, más bien, del supuesto de que la relación de cambio establecida en las condiciones de emisión es *fija*⁷. Se observa que de no ser así –esto es, que la técnica legal de protección consistente en reconocer derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones u obligaciones convertibles en acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones cuya incompatibilidad con el Derecho comunitario es declarada por el TJCE estuviera en función de obligaciones convertibles con relación de cambio variable– se producirían ciertas situaciones paradójicas y, posiblemente, ilícitas, como las siguientes:

(i) que la atribución del derecho de suscripción preferente a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones *ex* artículo 158.1 LSA beneficiaría más a éstos en perjuicio de los accionistas dado que los primeros obtendrían un doble rendimiento económico en desventaja de los accionistas: el representado por el derecho de suscripción preferente, por un lado, y, por otro, el derivado de la corrección automática de la relación de cambio por virtud de la probable reducción del valor de cotización de las acciones como consecuencia del aumento del capital, lo cual determina que el obligacionista que opte por convertir sus obligaciones recibirá mayor número de acciones⁸;

(ii) puede resultar difícil, si no imposible, aplicar el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente que asiste a accionistas y titulares de obligaciones convertibles en acciones anteriormente emitidas en las condiciones previstas por el art. 159 LSA ya que la relación de cambio variable no permite conocer *ab initio* los efectos que se derivarán de su aplicación; de esta forma es muy difícil determinar si el valor nominal de las acciones a emitir más el importe de la prima de emisión que acompañe a las mismas se corresponde con el valor real, o de mercado, en su caso, de las acciones al tiempo de emisión de las nuevas acciones u obligaciones convertibles. No obstante, parece que la cuestión puede ser más leve y resoluble en el caso de sociedad cotizada, ya que la misma puede emitir las acciones a cualquier precio siempre que el mismo sea superior al valor neto patrimonial de las mismas (cfr. art. 159.1, c LSA), pero ésta es una cuestión cuya resolución ha de corresponder a auditores y técnicos financieros.

Ahora bien, conviene observar que ante la relación fija sí cabe objetar la atribución de derecho de suscripción preferente a favor de los titulares de obligaciones convertibles en el caso de que los tales tengan también derecho a la modificación de la relación de cambio en atención a la incidencia diluyente en su inversión de ulteriores aumentos del capital social con emisión de nuevas acciones contra entrega de aportaciones dinerarias, o nuevas emisiones de valores convertibles. En este sentido, los tales inversionistas no deben ser favorecidos con una doble protección sino que se ha optar por un sistema protector u otro. Por tanto, si las condiciones de emisión de las tales obligaciones convertibles con relación de cambio fija no previenen la modificación de tal relación, o bien la misma no se realiza por aplicación del artículo 159.3 LSA (esto es, porque no hay efecto dilución), entonces la atribución de derecho de suscripción preferente a favor de los tales titulares puede resultar contraproducente por excesiva, pero en ningún caso en función o por fundamento en la literalidad del artículo 29 de la Directiva 77/91/CE como sostiene el TJCE en la sentencia que se comenta. Cabe considerar entonces que la única objeción válida al sistema protector de los titulares de obligaciones convertibles inadmitido por el TJCE se daría en sede de obligaciones convertibles con relación de cambio fija por las razones antes expuestas, esto es, porque reconocer derecho de suscripción preferente a los titulares de tal clase de obligaciones convertibles podría crear una situación de desequilibrio societario y patrimonial lesivo o perjudicial respecto de los accionistas de la sociedad emisora. Sin embargo, recuérdese que, ante ello, el artículo 159.3 LSA reconoce a la junta general de accionistas la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente que asiste a tales obligacionistas, debiendo la sociedad, en este caso, ajustar la relación de cambio para permitir compensar la eventual dilución del derecho de conversión. Pues bien, tal ajuste de la relación de cambio sólo cabe en función del objetivo legal establecido: compensar la eventual dilución del derecho de conversión. Por tanto, tal ajuste no es necesario si tal dilución

7. Lo que contrasta con la *praxis* más habitual del mercado español, más inclinada hacia la práctica de la relación o tipo de cambio variable, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «El significado de la nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones», *RDM*, 1990, pgs. 11 ss., 62; SANZ GARCÍA, J., «Emisión de obligaciones convertibles: 1) delegación en los administradores de las facultades de acordarlas o de completar los acuerdos. 2) exclusión del derecho de suscripción preferente», *RDS*, núm. 8/1997, pgs. 277-279.

8. Vid. GARCÍA VILLAVARDE, R., «La constitución y el capital de las sociedades en la CEE (primera y segunda directrices)», *CDC*, núm. 5/1989, pgs. 137-138, y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «El significado», cit., pg. 47.

no tiene lugar. Con todo, ha de mantenerse que la regulación legal española, también en este aspecto, sólo se revela incompatible con la Directiva 77/91/CE en la medida en que relación de cambio fija más derecho de suscripción preferente supone un sistema de doble protección del titular de obligaciones convertibles respecto del accionista por las razones indicadas, pero no por el solo hecho de que la Ley reconozca tal derecho a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones.

IV. RECAPITULACIÓN CONCLUSIVA

El entendimiento y, en su caso, la aplicación práctica y, acaso, legal, de la resolución del TJCE de 18 de diciembre de 2008, implica considerar los siguientes aspectos básicos. (i) En primer lugar, la aplicación literalista del artículo 29.1 de la Directiva 77/91/CE que lleva al TJCE a concluir que la LSA (artículos 158.1 y 293.2) incumple tal precepto al reconocer derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones, resulta compensada por la correlativa declaración del propio TJCE en el sentido de que la atribución *legal* de tal derecho es compatible con la tal Directiva siempre que conste *legalmente* la facultad de la junta general de accionistas o, en su caso, del órgano social titular de la facultad delegada, para acordar la exclusión o limitación del mismo. Desde el prisma *legal*, por tanto, los titulares de tal derecho ante la emisión de nuevas acciones contra entrega de aportaciones dinerarias tienen que ser necesariamente los accionistas de la sociedad (artículo 29.1) pero la Ley también puede ser fuente de tal derecho a favor de otros titulares de derechos o valores siempre que la facultad precisa para decidir sobre su exclusión o limitación quede legalmente establecida a favor de la junta general de accionistas o del órgano social titular de la facultad delegada al acordar la emisión de los valores en cuestión. Este entendimiento de la resolución del TJCE comentada, considerada en su totalidad, es coherente con la Directiva 77/91/CE (arts. 29.1 y 5) así como con el principio general de protección debida a los inversores en valores (cfr. Directiva 2003/71/CE). Por tanto, no es correcto afirmar que la STJCE de 18 de diciembre de 2008 haya declarado que la Directiva 77/91/CE impide a las legislaciones nacionales interpretar el interés de la sociedad –y el propio de los inversores en valores según la clase de éstos y sus efectos societarios y patrimoniales– para, según el sentido del mismo, regular una equilibrada distribución del derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones y valores convertibles en ellas entre quienes, fuera del círculo de los accionistas, resulten legítimos acreedores al mismo desde los prismas societario e inversor. Conviene considerar al respecto que tal consecuencia no ha sido objetada –es verdad que el TJCE no ha tenido ocasión al respecto– ante la exclusión *legal* del derecho de suscripción preferente sobre las acciones derivadas del coetáneo aumento del capital preciso para atender los derechos de conversión (cfr. art. 292.1 LSA), exclusión legal bajo la cual subyacen razones a favor de la protección del interés de la sociedad y de los inversores en tal clase de valores convertibles muy similares a los que justifican la aludida exclusión legal del tal derecho según el artículo 159.4 LSA.

(ii) Por otra parte, no puede obviarse ante el entendimiento de la STJCE que se comenta que el artículo 29.4-5 de la Directiva 77/91/CE previene expresamente la atribución a la junta general de accionistas (así como, en su caso, al órgano titular de la delegación de tal facultad) de la facultad de excluir o limitar el derecho de suscripción preferente previa adopción de las debidas garantías y cumplimiento de las obligaciones de información establecidas (temario acogido por nuestra LSA en su artículo 159). Cabe observar que, considerado ello desde un prisma literal, la decisión del TJCE de 18 de diciembre de 2008 en el sentido de declarar incompatible con la Directiva 77/91/CE el reconocimiento legal de derecho de suscripción preferente sobre nuevas acciones u obligaciones convertibles en acciones a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones, deviene insostenible ya que, *de facto*, la misma afirmarí que el único intérprete válido del interés de la sociedad es la junta general de accionistas o, en su caso, el órgano titular de la delegación de la facultad de limitar o excluir el derecho de suscripción preferente del accionista. Ello, obviamente, no es cierto, ya que el control de la legalidad de los acuerdos de tales órganos están bajo la jurisdicción de los tribunales, así como, con carácter previo, del Registrador mercantil y de su órgano directivo. Y siendo así, no hay razón válida que impida al legislador nacional interpretar el interés social así como la situación de los inversores en determinada clase de valor negociable para, en consecuencia, disponer técnicas equilibradas de protección de todos los intereses en presencia. Es decir, si los órganos sociales pueden ser intérpretes válidos, en principio, del interés social y, en consecuencia, pueden disponer del derecho de suscripción preferente de los accionistas bajo las

previas garantías exigibles, también puede serlo el propio legislador nacional en función de idénticos presupuestos y, además, también en función de procurar la debida protección a los derechos de los inversores en valores convertibles en acciones. Ambos aspectos –protección legal del interés de la sociedad y sus socios y protección legal *dispositiva* a favor de quienes invierten capitales en las sociedades que recurren al mercado de capitales en función de obtener recursos financieros en el mismo– son plenamente acordes con el Derecho Comunitario. Desde esta perspectiva, la fundamentación de la STJCE y su –solo aparente– declaración de incompatibilidad con la Directiva 77/91/CE de los artículos 158.1 y 293.2 LSA al reconocer derecho de suscripción preferente a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones es, en nuestra opinión, poco consistente e incluso puede ser contradictoria con los fundamentos del sistema que informa la Directiva 77/91/CE y las acciones normativas de la CE en materia de regulación y protección de los diferentes sectores de intereses que concurren en el ámbito de la inversión en valores negociables.

(iii) No obstante, como se ha expuesto, dicha contradicción es salvada por el propio TJCE al entender, aunque no lo aclare de forma suficiente, que la tal declarada incompatibilidad no se daría en el caso de que la LSA contuviese una disposición legal expresa por la que se reconociese la facultad de la junta general de accionistas o, en su caso, del órgano titular de la facultad delegada, para decidir la exclusión o limitación de tal derecho, de fuente *legal*, reconocido a favor de los titulares de valores convertibles. Es decir, el TJCE entiende, en suma, que la compatibilidad de la LSA con la Directiva 77/91/CE exige una simple disposición normativa en el texto de la LSA que aclare que el derecho de suscripción preferente reconocido a favor de los titulares de valores convertibles, no obstante su fuente legal, puede ser disponible por decisión de los órganos sociales facultados al efecto. Se viene así a exigir una aclaración legal sobre un tema suficiente claro en nuestra doctrina, jurisprudencia y *praxis*: que la junta general de accionistas (o, en su caso, el órgano de administración) tienen facultad para acordar la exclusión o limitación del derecho de suscripción preferente, de fuente legal, reconocido a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones ante nuevas emisiones de acciones o de obligaciones convertibles en acciones, al igual que la tiene respecto de los accionistas de la sociedad emisora.

V. Consideración preliminar sobre la modificación de los artículos 158.1 y 293 LSA según la Disposición Final Primera de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

La Disposición Final Primera (núms. Dieciséis y Diecinueve) de la Ley 312009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles⁹ modifica los artículos 158.1 y 293 LSA en consonancia con la comentada STJCE de 18 de diciembre de 2008 (ver nº IV de la exposición de motivos). Tal Disposición Final dispone la reforma de los citados preceptos en el siguiente sentido:

Artículo 158. «1. En los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, con cargo a aportaciones dinerarias, los antiguos accionistas podrán ejercitar, dentro del plazo que a tal efecto les conceda la administración de la sociedad, que no podrá ser inferior a quince días desde la publicación del anuncio de la oferta de suscripción de la nueva emisión en el “Boletín Oficial del Registro Mercantil” en el caso de las sociedades cotizadas, y de un mes en el resto de los casos, el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que posean».

Artículo 293. «1. Los accionistas de la sociedad tendrán derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles, al que resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 158 de esta Ley.

2. En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la Junta General, al decidir la emisión de las obligaciones convertibles, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente. Para la validez de este acuerdo, que habrá de respetar lo dispuesto en el artículo 144, será imprescindible:

a) Que en la convocatoria de la Junta se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente.

b) Que en el informe de los administradores al que se refiere el apartado 2 del artículo 292, se justifique detalladamente, además, la propuesta de supresión.

c) Que en el informe del auditor de cuentas al que se refiere el apartado 2 del artículo 292, se emita un juicio técnico sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores y sobre la idoneidad de la relación de conversión y, en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los accionistas».

9. B.O.E. núm. 82, de 4 de abril de 2009.

Por tanto, de entre las opciones político-legislativas de las que dispone el legislador español ante la expuesta STJCE de 18 de diciembre de 2008, éste ha elegido no la más simple según se ha comentado, esto es, la consistente en el mero *reconocimiento y regulación legal de la facultad de la junta general de accionistas de acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles en circulación sobre nuevas obligaciones convertibles en acciones*; sino que secunda la cuestionable interpretación literalista del artículo 29 de la Directiva 77/91/CE por la que la STJCE se inclina. En efecto, el legislador español ha establecido lo siguiente:

a) Omitir cualquier mención legal al derecho de suscripción preferente reconocido hasta ahora a favor de los titulares de obligaciones convertibles en acciones de emisiones en circulación. Así, este derecho desaparece del texto del artículo 158.1 LSA (de cuyo texto se suprime «y los titulares de obligaciones convertibles») y del texto del artículo 293.2 (de cuyo texto se suprime que «igual derecho corresponderá a los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores en la proporción que les corresponda según las bases de conversión»).

b) Admitir y regular expresamente la facultad de la junta general de accionistas para acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente de los accionistas sobre nuevas obligaciones convertibles en acciones, que es el cometido del nuevo artículo 293.2 LSA.

Entre las cuestiones que suscita esta nueva regulación, cabe aludir someramente a las siguientes:

1^a El derecho de suscripción preferente a favor de titulares de obligaciones convertibles en acciones sobre acciones derivadas de nuevos aumentos del capital contra entrega de aportaciones dinerarias, queda *legalmente suprimido* sin que ello venga impuesto, en rigor, por la Directiva 77/91/CE ni tampoco por la STJCE de 18 de diciembre de 2008, con fundamento suficiente. Los titulares de obligaciones convertibles en acciones, por tanto, sólo podrán ver reconocido tal derecho a su favor cuando el mismo les sea atribuido por acuerdo de la junta general de accionistas o, en su caso, por el órgano de administración, a consecuencia de la correlativa supresión, total o parcial, y atribución del derecho de suscripción preferente sobre tales acciones que, en principio, sólo se reconoce legalmente a favor de los accionistas.

2^a Con la nueva regulación no parece, por consiguiente, que vaya a poder instrumentarse un derecho de suscripción preferente *permanente*, esto es, sobre toda nueva emisión de acciones o de obligaciones convertibles en acciones, a favor de los titulares de valores convertibles, sino que, al efecto, se precisaría un acuerdo expreso de la junta general de accionistas o, en su caso, del órgano de administración, ante cada concreto nuevo aumento del capital social con emisión de nuevas acciones (u obligaciones o valores convertibles) por el que los titulares de valores convertibles en circulación pudiesen tener derecho de suscripción sobre aquéllas.

3^a Cabe observar que el apartado c) del número 2 del nuevo artículo 293 LSA no se entiende bien en el aspecto relativo al informe del auditor «sobre la idoneidad de la relación de conversión y, en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los *accionistas*». Parece evidente que el precepto debería referirse a los «obligacionistas» (convertibles) —y no a los «accionistas»— como eventuales perjudicados por el efecto dilución que puede implicar la emisión por la sociedad de nuevas acciones o de nuevos valores convertibles, en función de lo cual sea preciso prever fórmulas de ajuste de la relación de conversión de las obligaciones.

4^a Por último, conviene también señalar que este apartado c) del número 2 del nuevo artículo 293 LSA, al aludir a «la idoneidad de la relación de conversión y, en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los *accionistas* (¿obligacionistas?)» parece confirmar que se opta legalmente por el sistema de protección del titular de obligaciones convertibles en acciones ante nuevas emisiones de acciones o de valores convertibles en ellas, mediante la técnica consistente en imponer a la sociedad emisora la obligación de *modificar la relación de cambio o conversión de los valores convertibles* de acuerdo con la entidad de la dilución que las mismas experimenten como consecuencia de las nuevas emisiones de acciones o de valores convertibles. Se confirma de este modo, también de forma implícita, que tal sistema de protección está en función de valores convertibles con relación de conversión *fija*. En este sentido, cabe admitir la bondad de la dirección del reformador en este aspecto, si bien se echa en falta una mayor precisión legal del concreto supuesto legal de obligación o valor convertible objeto de la regulación legal y, en este caso, de la reforma. Es decir, se debería haber aprove-

chado la ocasión para haber establecido con claridad la obligación legal de la sociedad emisora de valores convertibles con relación de cambio *fija*, de proceder a la modificación de la misma ante nuevas emisiones de acciones o de valores convertibles en ellas de acuerdo o con arreglo a la entidad del efecto dilución que tales nuevas emisiones de tales clases de valores produzcan sobre el valor de la «convertibilidad» de las obligaciones convertibles en circulación.

BIBLIOGRAFÍA

ALONSO ESPINOSA, F. J.: *Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al RD 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona (Bosch), 1994.

– «Emisión de obligaciones», en ALONSO UREBA, A./MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (dirs.): *Instituciones del Mercado Financiero*, tomo VII, Madrid, 1999.

– «Artículos 292, 293 y 294», en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (dir.: ARROYO, I./EMBID, J. M.), vol. III, Madrid (Tecnos), 2001, pgs. 2811 ss.

ANGULO RODRÍGUEZ, L.: *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*, Bolonia, 1968.

– *Disolución y liquidación. Obligaciones (arts. 260 al final)*, en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.): *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomo VIII, Madrid (Edersa), 1993.

– «Las obligaciones convertibles en acciones. Texto refundido de la Ley de sociedades anónimas», en AA VV, *Contratos sobre acciones*, Madrid, 1994.

DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F.: «Obligaciones (de sociedades)», en *Nueva enciclopedia jurídica Seix*, tomo XVII, Barcelona, 1982.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «El significado de la nueva regulación de las obligaciones convertibles en acciones», *RDM*, 1990.

– «Obligación convertible», en *Enciclopedia jurídica básica*, tomo III, Madrid, 1995.

– «La constitución y el capital de las sociedades en la CEE (primera y segunda directrices)», *CDC*, núm. 5/1989.

IGLESIAS PRADA, J. L./PAZ-ARES, C.: «Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente», *RCDI*, núm. 700, 2007, pgs. 533 ss.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1973.

SANZ GARCÍA, J.: «Emisión de obligaciones convertibles: 1) delegación en los administradores de las facultades de acordarlas o de completar los acuerdos. 2) exclusión del derecho de suscripción preferente», *RDS*, núm. 8/1997.

TAPIA HERMIDA, A., «La emisión de obligaciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (Coords.) *Derecho de sociedades anónimas*, tomo III, vol. 2º, Civitas, Madrid, 1994, pgs. 1053 ss.

TAPIA HERMIDA, A. J.: «Las obligaciones convertibles en el Derecho español», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (Coords.), tomo III, vol. 2º, Civitas, Madrid, 1994, pgs. 1095 ss.