



- ◆ Trabajo realizado por la Biblioteca Digital de la Universidad CEU-San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad San Pablo-CEU

EL AUMENTO DEL CAPITAL DE LA SOCIEDAD COTIZADA

THOMSON

CIVITAS

Primera edición, 2006



No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, ni su préstamo, alquiler o cualquier otra forma de cesión de uso del ejemplar, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

Copyright © 2006, by Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas
Editorial Aranzadi, SA
Camino de Galar, 15
31190 Cizur Menor (Navarra)
ISBN: 84-470-2541-1
Depósito Legal: NA 1075/2006
Fotocomposición: Editorial Aranzadi, SA
Impresión: Rodona Industria Gráfica, SL

ÍNDICE

Abreviaturas	11
Preliminar	15

PARTE PRIMERA

LA REFORMA PARCIAL DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SOCIEDAD COTIZADA

CAPÍTULO I

LA DIFÍCIL COORDINACIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES Y EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

1. La función jurídico-económica del mercado de emisiones y la conveniencia de su conexión fluida con el mercado secundario	21
2. La confluencia del Derecho de Sociedades y el Derecho del Mercado de Valores en el régimen de la sociedad cotizada –«un buey y un potro uncidos al mismo carro»-	25
3. La necesidad de modificación del defectuoso régimen de la sociedad cotizada	28
4. El proceso de elaboración de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre	32
4.1. La Propuesta de la Comisión Especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la reacción de la Comisión General de Codificación	32
4.2. El Informe de la Ponencia Especial	34
4.3. La solución acordada por el Ministerio de Justicia y el de Economía y Hacienda	39

CAPÍTULO II

**LOS TRES EJES DE LA REFORMA PARCIAL DEL
RÉGIMEN DE LA SOCIEDAD COTIZADA Y SU
CONVERGENCIA EN EL PROCESO DEL AUMENTO DEL
CAPITAL –BREVE REFERENCIA A LOS DOS PRIMEROS–**

- | | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1. Los objetivos de la reforma | 43 |
| 2. La reducción y la exclusión del período de ejercicio del derecho de suscripción preferente | 44 |
| 3. Las clases de acciones emisibles por las sociedades cotizadas | 45 |

PARTE SEGUNDA

**LA AGILIZACIÓN DEL PROCEDIMIENTO DE AUMENTO
DEL CAPITAL DE LA SOCIEDAD COTIZADA**

CAPÍTULO III

**LOS ANTECEDENTES DOGMÁTICOS DE LA CUESTIÓN:
LOS RASGOS DE LA OPERACIÓN DE AUMENTO DEL
CAPITAL QUE INCIDEN EN EL RÉGIMEN ESPECÍFICO
DEL AUMENTO DEL CAPITAL DE LA SOCIEDAD
COTIZADA**

- | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1. El aumento del capital como operación societaria compleja y su documentación, inscripción y publicación | 53 |
| 2. Si la inscripción registral del acuerdo de aumento del capital y la de la ejecución de dicho acuerdo deben ser simultáneas o si pueden realizarse en dos momentos distintos | 57 |
| 3. Si la inscripción registral del acuerdo de aumento del capital y la de su ejecución tienen carácter constitutivo o declarativo | 62 |
| 4. Los efectos del acuerdo de aumento y los de su ejecución en los ámbitos interno y externo de la sociedad | 70 |

CAPÍTULO IV

**LOS ANTECEDENTES NORMATIVOS INMEDIATOS Y LOS
ELEMENTOS BÁSICOS INTEGRANTES DEL RÉGIMEN
ESPECÍFICO DEL AUMENTO DEL CAPITAL DE LA
SOCIEDAD COTIZADA**

- | | | |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. | El sistema de inscripción registral única –el régimen establecido por la Ley de Sociedades Anónimas de 1951– | 73 |
| 2. | El sistema de doble inscripción registral simultánea –el régimen establecido por la Ley de Sociedades Anónimas de 1989– | 74 |
| 2.1. | El modelo concebido por los artículos 161 y 162 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989: la inscripción registral simultánea del acuerdo de aumento del capital junto con la ejecución de dicho acuerdo | 74 |
| 2.2. | Dos aspectos criticables del contenido de este régimen jurídico | 76 |
| 3. | El sistema facultativo de doble inscripción registral simultánea o sucesiva. El régimen específico del aumento del capital de la sociedad cotizada, establecido con la reforma introducida por la Ley 37/1998 | 80 |

CAPÍTULO V

**EL PROCESO DE ADMISIÓN DE LAS ACCIONES A
NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO BURSÁTIL**

- | | | |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. | El régimen directamente deducido de la reforma ejercida por la Ley 37/1998 | 83 |
| 2. | El modelo concebido por el Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital, de 4 de mayo de 1999 | 83 |

CAPÍTULO VI

**LA NEGOCIABILIDAD DE LAS ACCIONES INTEGRANTES
DEL AUMENTO DEL CAPITAL ANTES DE LA
INSCRIPCIÓN REGISTRAL DE LA EJECUCIÓN DEL
MISMO**

- | | | |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | La aparente intransmisibilidad de las acciones integrantes del aumento en esta fase del procedimiento | 101 |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

1.1. Las razones aducidas para fundamentar la prohibición de esta transmisión	101
1.2. La desaparición del tenor obstativo de las normas que rigen la negociación sobre las acciones integrantes del aumento del capital y la persistencia de las dificultades existentes en el tráfico de estos bienes	103
1.3. Las distintas vías que posibilitan la negociación sobre las acciones integrantes de un aumento del capital antes de la inscripción registral de la ejecución del aumento	105
2. La conveniencia de una nueva redacción del artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas	110

ANEXOS

Anexo I Propuesta para la introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores, sobre especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación	115
Anexo II Informe sobre introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores sobre especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial	131
Anexo III Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (D.A. decimoquinta)	177
Anexo IV Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (D.A. Trigésima cuarta)	181
Anexo V Protocolo de acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en bolsa de los aumentos de capital (4 mayo 1999)	183
BIBLIOGRAFÍA	189

ABREVIATURAS

<i>1933 Act</i>	<i>Federal Securities Act</i> de 1933.
<i>1934 Act</i>	<i>Federal Securities Exchange Act</i> de 1934.
<i>AAMN</i>	<i>Anales de la Academia Matritense del Notariado.</i>
<i>AktG</i>	<i>Aktiengesetz</i> , de 6 de septiembre de 1965.
art./s.	artículo/s
<i>Assic.</i>	<i>Assicurazione.</i>
<i>BOCG</i>	<i>Boletín Oficial de las Cortes Generales.</i>
<i>BOE</i>	<i>Boletín Oficial del Estado.</i>
<i>Cambridge LJ</i>	<i>Cambridge Law Journal.</i>
C. C.	Real Decreto de 24 de julio de 1889 disponiendo la publicación en la <i>Gaceta de Madrid</i> de la edición reformada del Código Civil.
<i>CCJC</i>	<i>Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil.</i>
<i>CDC</i>	<i>Cuadernos de Derecho y Comercio.</i>
C. de C.	Real Decreto de 22 de agosto de 1885 (Gracia y Justicia) por el que se publica el Código de Comercio.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
Comisión Especial de la CNMV	Comisión Especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero, creada por acuerdo del Consejo de la CNMV, en sesión de 12 de noviembre de 1997.
<i>Cornell L. Rev.</i>	<i>Cornell Law Review.</i>
D.A.	Disposición Adicional.
D.F.	Disposición Final.
Directiva 77/91/CEE	Segunda Directiva del Consejo 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros en lo relativo a la constitución de la socie-

	dad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.
<i>DN</i>	Derecho de los Negocios.
<i>DPO</i>	<i>Direct public offering.</i>
<i>Fla. L. Rev.</i>	<i>Florida Law Review.</i>
<i>Ga. L. Rev.</i>	<i>Georgia Law Review.</i>
<i>Giur. comm.</i>	<i>Giurisprudenza Commerciale.</i>
<i>Informe de la Ponencia Especial</i>	<i>Informe sobre «Introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores sobre especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial», emitido a solicitud de la Excma. Sra. Ministra de Justicia por la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación, de 23 de junio de 1998 (vid. anexo II).</i>
<i>J. Corp. L.</i>	<i>Journal of Corporation Law.</i>
<i>J. Fin. Econ.</i>	<i>Journal of Financial Economics.</i>
Ley 19/1989	Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades.
Ley 37/1998	Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
Ley 50/1998	Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.
Ley Hipotecaria	Decreto de 8 de febrero de 1946, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley Hipotecaria.
Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento	Ley de 16 de diciembre de 1954, de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento de la Posesión.
LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero	Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.
LSA	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

LSRL	Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada.
MBCA –también, RMBCA–	<i>Model Business Corporation Act</i> de 1984 –anteriormente conocida como <i>Revised Model Business Corporation Act</i> de 1984–.
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i> .
NUE	<i>Noticias de la Unión Europea</i> .
O. ECO/689/2003	O. ECO/689/2003, de 27 de marzo, que aprueba el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores.
pág./s.	página/páginas.
Ponencia Especial	Ponencia Especial para la elaboración de un Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles, designada por Orden de 25 de febrero de 1994, del Ministro de Justicia.
<i>Propuesta de la Comisión Espe- cial de la CNMV</i>	<i>Propuesta para la introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores, sobre especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación</i> , de julio de 1998 (vid. anexo I).
<i>Protocolo de Acuerdo</i>	<i>Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital</i> , de 4 de mayo de 1999.
R.D.	Real Decreto.
RDBB	<i>Revista de Derecho Bancario y Bursátil</i> .
RDGRN	Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado.
RDM	<i>Revista de Derecho Mercantil</i> .
Rdn.	Randnummer(n).
RDN	<i>Revista de Derecho Notarial</i> .
RdS	<i>Revista de Derecho de Sociedades</i> .
Real Decreto 116/1992	Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.
Real Decreto 291/1992	Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Real Decreto 2590/1998	Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores.
Reglamento de Bolsas	Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio.
<i>Rel.</i>	<i>Securities Exchange Commission's Release.</i>
RGD	Revista General de Derecho.
Riv. Not.	Rivista del Notariato.
Riv. Soc.	Rivista della Società.
RJ	Repertorio de Jurisprudencia Aranzadi.
<i>RMBCA</i>	<i>Vid. MBCA.</i>
RRM	Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
<i>SEC</i>	<i>Securities and Exchange Commission.</i>
SIB	Sistema de Interconexión Bursátil.
Sociedad de Sis- temas	Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores.
ss.	siguientes.
STS	Sentencia del Tribunal Supremo.
T.	Tomo.
<i>U. Chi. L. Rev.</i>	<i>University of Chicago Law Review.</i>
Vol.	Volumen.
<i>Yale L. J.</i>	<i>Yale Law Journal.</i>
<i>Wash. & Lee L. Rev.</i>	<i>Washington and Lee Law Review.</i>
§	En la cita de disposiciones del ordenamiento jurídico alemán, <i>paragraph</i> (párrafo); en la cita de disposiciones del ordenamiento jurídico estadounidense, <i>section</i> (sección).

PRELIMINAR

La singularidad de los rasgos que caracterizan la naturaleza de la sociedad cotizada y la de sus actos dan lugar a que sea comúnmente aceptada su condición de tipo societario específico. Sin embargo, esta sociedad no cuenta con una norma de régimen propio, por lo que debe situarse en una comprometida ubicación, en la encrucijada donde se encuentran los principios del Derecho de Sociedades y los del Derecho del Mercado de Valores.

En los últimos años se han realizado dos reformas parciales del régimen de la sociedad anónima para adecuarlo a las necesidades de la cotizada. La primera de ellas, ejercida por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se ocupa de cuestiones relativas a la *financiación de la sociedad anónima* cuando ésta acude para ello al Mercado de Valores –lo que da lugar a que la Ley 37/1998 modifique el *régimen de las acciones*, el del *ejercicio del derecho de suscripción preferente* y el del *procedimiento de ejecución del aumento del capital*–. La segunda, se realiza por medio de la llamada Ley de transparencia, la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas. En esta reforma la atención recae sobre los *órganos de la sociedad* y sobre diversas cuestiones que pueden considerarse comprendidas dentro de la materia denominada *gobierno corporativo*.

Estas reformas parciales no son el mejor medio para dotar a la sociedad cotizada de un régimen específico, pues, de forma difícil de evitar, originan discordancias entre las normas de régimen preexistentes y las nuevas disposiciones, que deben convivir y coordinarse con aquéllas.

Este trabajo se centra en el estudio del régimen del aumento del capital de la sociedad cotizada modificado por la citada Ley 37/1998. Junto a las consideraciones específicas y las propuestas concretas que se formulan en las líneas siguientes, hay una *conclusión general* que se deduce de cuanto se expone a continuación: el carácter necesario y urgente de la *redacción de una norma que se ocupe de forma global de cuantos aspectos propios comprende el régimen de la sociedad cotizada*.

En los trabajos iniciales que originaron la elaboración de este libro ocupan un lugar destacado las conversaciones que mantuve con los Profesores ROJO y GARCÍA DE ENTERRÍA, con motivo de la celebración de unas Jornadas sobre el régimen de la sociedad cotizada, dirigidas por los Profesores ROJO y BELTRÁN y coordinadas por mí, en fechas cercanas a la publicación de la Ley 37/1998. En el proceso de redacción de esta norma se encontraron dos planteamientos distintos de la sociedad cotizada: el mantenido por la Comisión General de Codificación y el que se expuso en aquel proceso por una Comisión Especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En las referidas conversaciones conocí las ideas esenciales que inspiraban estas dos visiones que confluyeron en la formación de la ley, pues el Profesor ROJO participó desde la Comisión General de Codificación y el Profesor GARCÍA DE ENTERRÍA presidió la Comisión Especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. He procurado que parte de este libro constituya un testimonio del proceso de elaboración del régimen del aumento del capital de la sociedad cotizada contenido en la Ley 37/1998 –testimonio que ayuda a entender el porqué del descontento de cuantos participaron en la redacción de la norma (y que, además, se puede ver enriquecido con la lectura del *Informe sobre «Introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores sobre especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial»*, emitido por la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación, de 23 de junio de 1998, que recogemos como anexo en este libro)–.

Parte de estas líneas las he escrito en el *Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht*, de la *Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg*, Heidelberg, Alemania. Allí aporté a este trabajo algunos argumentos de la doctrina alemana en materia de Derecho registral y de Derecho de sociedades, que arrojan luz para la mejor comprensión de los aspectos más conflictivos de nuestro régimen del aumento del capital de la sociedad cotizada. Debo agradecer el trato que recibí por el Profesor HOMMELHOFF, entonces director del referido Instituto y ahora Rector de esa Universidad, quien me acogió como investigador y me invitó a pronunciar una conferencia sobre este tema, en el estado en que en aquel momento se encontraba la investigación. Manifiesto también mi reconocimiento al Profesor TEICHMANN por su colaboración durante mi estancia en aquella Universidad. Agradezco al Profesor GARRO su hospitalidad, que me permitió el acceso a los fondos bibliográficos de la *Law School* de *Columbia University*, Nueva York, y, posteriormente, de la *Law School* de *Harvard University*, Massachusetts, gracias a los cuales incorporé a este trabajo numerosas aportaciones del Derecho estadounidense, fuente de experiencia valiosísima en el ámbito del Mercado de Valores y del Derecho de las sociedades cotizadas.

Tras la promulgación de la Ley de transparencia y la consiguiente sustitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, mantuve una sesión de trabajo con el Asesor Jurídico de esta Sociedad, el Profesor GÓMEZ-SANCHA, en la que contrasté la vigencia del contenido del *Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital*, de 4 de mayo de 1999, que es objeto de comentario en el capítulo quinto de este estudio.

Agradezco al profesor IGLESIAS su amabilidad y la confianza depositada en mí al acoger esta obra para su publicación en la colección «Estudios de Derecho Mercantil», dirigida por él.

En fin, este trabajo se escribe con el ánimo de contribuir a la mejor comprensión y construcción del régimen de la sociedad cotizada. De modo especial, las últimas líneas de este estudio pretenden ser una aportación a esa labor constructiva.

PARTE PRIMERA
LA REFORMA PARCIAL DEL RÉGIMEN
JURÍDICO DE LA SOCIEDAD COTIZADA

CAPÍTULO I

LA DIFÍCIL COORDINACIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES Y EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

1. La función jurídico-económica del mercado de emisiones y la conveniencia de su conexión fluida con el mercado secundario

Hay dos mundos de intereses complementarios entre sí, que confluyen en los mercados de valores. Por un lado acuden a estos mercados los emisores de valores: fundamentalmente empresarios sociales, que buscan en el mercado una fuente de financiación para sus proyectos o su actividad empresarial. Pero, además, encontramos en los mercados de valores otro grupo de intereses compuesto por los inversores, que son aquellas personas que buscan que sus ahorros o sus fondos disponibles generen una rentabilidad¹.

¹ El mercado de valores es uno de los tres sectores en los que la doctrina divide el conjunto del *mercado financiero*: el mercado del crédito –o mercado bancario–, el mercado de valores y el mercado del seguro –*vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., *Derecho del Mercado de Valores*, Barcelona, 2000, pág. 17; CUERVO GARCÍA, Á./CALVO BERNARDINO, A./RODRÍGUEZ SÁIZ, L./PAREJO GÁMIR, J. A., *Manual de sistema financiero español*, 17ª ed., Barcelona, 2004, págs. 25 y ss.; DE CARLOS BERTRÁN, L./FERNÁNDEZ ARMESTO, J., *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, pág. 42, si bien, en esta última obra no se incluye un análisis del mercado del seguro–.

En el mercado del crédito o bancario los titulares de fondos disponibles encuentran instrumentos que les permiten, cuando éste es su interés, que esos fondos adquieran la condición jurídica y económica de *ahorro* –como su propia denominación indica, este mercado también atiende las necesidades de los demandantes de crédito, pero si ese objetivo se puede alcanzar es precisamente en virtud de la previa apelación al ahorro que realiza el mercado del crédito–.

Por el contrario, podríamos decir que los otros dos sectores del mercado financiero, en cierta medida, son disuasores del ahorro –consideramos *ahorradores* a aquellos sujetos que están sometidos a asumir las consecuencias de la inflación (*vid.* QUADRI, E., *Le clausole monetarie: autonomia e controllo nella disciplina dei rapporti monetari*, Milano, 1981, págs. 81 y ss.)–.

Por lo que se refiere al mercado del seguro, o, más concretamente, al contrato de seguro, éste se concibe precisamente como una alternativa al ahorro, por medio de la cual se obtiene *hoy* la indemnización que el ahorro sólo podría conseguir *mañana* —o que, quizá, no conseguiría nunca— (vid. GOBBI, U., *L'assicurazione in generale*, en *Annali di economia dell'Università Bocconi*, vol. 13, 1938, págs. 61 y ss.; acerca de las relaciones entre ahorro bancario y seguro, vid. GRIZIOTTI, B., «Assicurazione sulla vita, risparmio e credito», en *Assic.*, 1937, I, págs. 61 y ss.).

En cuanto al mercado de valores, no es que pueda entenderse simplemente como una alternativa al ahorro, sino que es, por antonomasia, *la alternativa clásica frente al ahorro* —excepción hecha, naturalmente, del consumo—. En los distintos sujetos que acuden al mercado de valores existe, por tanto, una lógica común, que se resume en la *búsqueda de rentabilidad* y que permite englobarlos en la categoría de *inversores*.

Estas categorías de orden fundamentalmente económico están presentes en las normas que componen el Derecho del Mercado de Valores y le ayudan a atender mejor las necesidades de sus destinatarios —no obstante, no conviene llevar hasta sus últimas consecuencias la visión del accionista de la sociedad cotizada exclusivamente como un inversor, negándole su condición de titular de la empresa, como puede llegar a suceder desde la perspectiva de la teoría económica que concibe la sociedad mercantil como un *nexus of contracts* (vid. BAINBRIDGE, S. M., «Contractarianism in the business associations classroom: the puzzling case of Kovacik v. Reed and the allocation of capital losses in service partnerships», en *Ga. L. Rev.*, 2000, n° 34, págs. 631 y ss.; vid. la primera formulación de la teoría del *nexus of contracts* en JENSEN, M. C./MECKLING, W. H., «The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure», en *J. Fin. Econ.*, 1976, n° 3, págs. 305 y ss.; los orígenes de esta teoría se contienen en COASE, R. H., «The nature of firm», en *Economica*, 1937, n° 4, págs. 386 y ss.; una refutación de esta teoría, en EISENBERG, M. A., «The conception that the corporation is a nexus of contracts, and the dual nature of the firm», en *J. Corp. L.*, 1999, n° 24, págs. 819 y ss.)—. Por el contrario, el Derecho de sociedades se guía por principios casi exclusivamente jurídicos y esto, en el caso de las sociedades cotizadas, es un grave inconveniente. Así, mientras que el Derecho del Mercado de Valores trata como *inversor* al suscriptor de acciones de una sociedad cotizada, el Derecho de sociedades lo trata como *socio* —cuando, como es bien sabido, a la práctica totalidad de los accionistas de las sociedades cotizadas tan sólo les interesan los aspectos económicos de su condición de *socio*: aquellos que, como *inversor*, le llevaron a suscribir (vid., sobre la condición del accionista inversor, ALONSO UREBA, A., «El capital como cuestión tipológica», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C. [COORD.], *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, 1997, págs. 315 y 316; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid, 2001, págs. 81 y 82 y nota 67, donde se hace referencia a la *Wall Street rule*, consistente en votar no *con las manos*, sino *con los pies*, retirando la inversión y marchándose de la sociedad)—. Las acciones de una sociedad cotizada, desde la perspectiva del Mercado de Valores, son fundamen-

El mercado primario de valores –también llamado mercado de emisiones– es el ámbito en el que se encuentran esos dos mundos de intereses², es el nexo entre los emisores y los inversores.

Con frecuencia se vierten sobre los mercados de valores críticas, más o menos fundadas, calificándolos como refugio fácil de la actividad especuladora³. Es difícil negar las posibilidades que ofrece al espe-

talmente *productos financieros* y, lamentablemente, el régimen establecido por la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, y sus normas de desarrollo, dificultan que las sociedades anónimas emisoras puedan tratar las acciones como tales productos y ajustar su emisión en cada momento a las necesidades del mercado y de los inversores.

Como veremos, una de las fuentes de inspiración del complejo proceso que ha dado lugar a la reforma del régimen de las sociedades cotizadas consiste en permitir que en ese régimen se entretengan en una misma trama principios de naturaleza jurídica y criterios de orden económico. Así lo expresa el texto de la *Justificación* de la Enmienda número 99, presentada en el Senado, al Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores: «(l)a reforma propuesta» –se afirma– «aspira a equiparar y a homologar nuestro ordenamiento con el de los países de la Unión Europea, para garantizar que las decisiones de emisión se rijan por una lógica predominantemente económica y no por eventuales fenómenos de arbitraje normativo» –*vid.* «Enmienda número 99, del Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de Convergència i Unió (GPCIU)», *BOCG, Senado*, Serie II, 1998, nº 94, pág. 81–.

² *Vid.* ALONSO UREBA, A., «El capital como cuestión tipológica», *cit.*, pág. 314, donde, desde la óptica del Derecho de Sociedades, se hace referencia a este mismo principio fundamental del Derecho del Mercado de Valores.

³ Otra fuente de prejuicios en los mercados puede provenir no del inversor especulador, sino del emisor que ofrezca valores *viciados*. La normativa moderna de los mercados de valores, recogiendo la experiencia bursátil histórica, intenta por todos los medios –y, fundamentalmente, por medio de la exigencia de transparencia informativa– revestir de fiabilidad los productos que se negocian en el mercado.

El Derecho estadounidense es un término de referencia inexcusable a este respecto. Tras la crisis económica de 1929 aparece en Estados Unidos una serie de normas cuyo fin principal es asegurar la difusión de información en torno al proceso de las *public offerings*. La *Federal Securities Act* de 1933 –en adelante, *1933 Act*– es la más importante de esas normas y regula la actividad de canalización de fondos del público inversor hacia el capital de las sociedades –*capital raising*–. La *1933 Act* es una norma federal que se complementa con las conocidas «*blue sky laws*», constituidas por el conjunto de *statutes* que promulgan los distintos Estados de la Unión para regular los aspectos específicos del *capital raising* en su territorio respectivo –«(s)tate securities laws, commonly known as blue sky laws, generally provide for registration of broker-dealers, registration of securities to be offered or traded in the state, and sanc-

culador ese sector de los mercados de valores constituido por los mercados secundarios. De ahí la gratuidad con que, en ocasiones, se juzga como improductiva la labor desarrollada en estos mercados.

No es tan fácil, sin embargo, negar la función económico-social que presta el mercado de emisiones –el mercado primario–, ofreciendo a los empresarios fuentes de financiación alternativas al crédito o al endeudamiento aplazado con los proveedores u otros acreedores. O, por decirlo en clave positiva, el mercado primario de valores es uno de los mejores canales de conexión entre la economía financiera y la economía real, o productiva.

En consecuencia, todo cuanto el legislador haga por potenciar una mayor eficacia en el servicio que presta este mercado supone un apoyo a la economía real y redundará en un mayor desarrollo de la actividad empresarial general⁴.

tions against fraudulent activities» (cfr. RATNER, D. L., *Securities regulation*, 6ª ed., Saint Paul, Minnesota, 1998, pág. 9); *vid.* también CLARK, R. C., *Corporate Law*, Boston/Toronto, 1986, págs. 413 y ss.; COX, J. D./HILLMAN, R. W./LANGEVOORT, D. C., *Securities regulation*, 3ª ed., Gaithersburg-New York, 2001, págs. 3 y ss.; HAMILTON, R. W., *The law of corporations*, 5ª ed., Saint Paul, Minnesota, 2000, pág. 76–. El origen de la expresión metafórica *blue sky laws* surge con la promulgación del *Statute of Kansas* de 1911: «(i)ndeed it is there, apparently, that the term *blue sky law* first came into general use to describe legislation aimed at promoters who “would sell building lots in the blue sky in fee simple”» –cfr. LOSS, L./SELIGMAN, J., *Securities Regulation*, 3ª ed., Vol. II (revisado), New York, New York, 1999, pág. 36–.

⁴ Este fortalecimiento de la eficacia del mercado primario ha sido uno de los principales motivos de la reforma que se ha ejercido con la Ley 37/1998.

De la urgencia de esta reforma se habla en la *Justificación* de la citada Enmienda número 99, donde se afirma que la «inadaptación del régimen societario común sobre emisión de valores a las sociedades que cotizan en Bolsa ha generado numerosos problemas económicos y originado un notable riesgo de deslocalización de emisiones por parte de las sociedades españolas, lo cual compromete las posibilidades de desarrollo, y hasta de supervivencia, de nuestro mercado. Obliga además a replantear el significado y fundamento de ciertas normas sustantivas que entorpecen gravemente las emisiones de valores y que dificultan así las posibilidades mismas de las grandes empresas de obtener financiación mediante la apelación al ahorro» –*vid.* «Enmienda número 99...», *cit.*, pág. 82–.

No obstante, los *mercados secundarios de valores*⁵ prestan una función auxiliar a la economía real, que, si bien no resulta tan evidente como la que desarrolla el mercado primario, es tan cierta y necesaria como la ejercida por el mercado de emisiones. Baste con pensar que la salida natural del inversor en productos del mercado primario es la venta de éstos –la *desinversión*– en el mercado secundario. Por consiguiente, la existencia del mercado secundario hace más atractiva y segura la inversión en el mercado primario, de forma que los emisores⁶ tienen mayores garantías de que serán suscritos los valores que ellos ofrezcan al mercado. Dicho de otro modo, el mercado secundario confiere *liquidez* a las inversiones que se efectúan en el mercado primario⁷.

2. La confluencia del Derecho de Sociedades y el Derecho del Mercado de Valores en el régimen de la sociedad cotizada –«un buey y un potro uncidos al mismo carro»–

Es en el mercado primario donde se hace más evidente uno de los problemas que afectan con mayor gravedad al régimen jurídico de las sociedades cotizadas: la *falta de armonización entre las normas del Derecho de Sociedades y las normas del Derecho del Mercado de Valores*.

Muchas de las instituciones jurídicas existentes en el mercado primario son reguladas simultáneamente por normas de ambos sectores de nuestro ordenamiento. Con frecuencia se observa que no ha habido

⁵ Y pensamos ahora en las *Bolsas de Valores*, que van a ocupar gran parte de nuestra atención en este trabajo.

⁶ En estas líneas, cuando hablemos de los emisores nos estamos refiriendo a las *sociedades anónimas*.

⁷ Como tendremos ocasión de comentar –*vid. infra* Epígrafe II.1–, uno de los objetivos de la reforma contenida en la Ley 37/1998 consiste en revestir de un mayor grado de *liquidez* las inversiones realizadas en las acciones integrantes de los aumentos del capital de las sociedades cotizadas.

Con relación a la liquidez que el mercado secundario aporta a las inversiones en el mercado de valores, *vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L./FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., *El Derecho del mercado financiero*, *cit.*, pág. 44.

sintonía entre unas y otras normas y se producen discordancias⁸; también hay situaciones en las que se genera un entorpecimiento por parte de normas societarias, que impiden la consecución de fines pretendidos por normas del mercado de valores –o viceversa–⁹.

En este trabajo vamos a tener ocasión de ver cómo el aumento del capital de la sociedad cotizada ha sido víctima de esa falta de armoniza-

⁸ Un caso muy expresivo, y de especial importancia, lo constituyen los términos *valor negociable* y *valor mobiliario*, con los cuales la Ley del Mercado de Valores –art. 5 LMV– y la Ley de Sociedades Anónimas –art. 51 LSA– hacen referencia a una misma categoría de bienes jurídicos –dentro de la cual se encuentran las *acciones* emisibles por la sociedad anónima–.

Sobre la interpretación doctrinal armonizadora de los términos *valor negociable* y *valor mobiliario*, vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.–Valores negociables», en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 35-36; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España», en *RDBB*, 1990, n° 37, págs. 116-117; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 116 y ss.

⁹ No es fácil establecer analogías entre el Derecho español y el Derecho estadounidense en materia de sociedades cotizadas, pues la concepción dogmática que inspira uno y otro cuerpo normativo es diferente en muchos de sus aspectos esenciales. No obstante, desde una perspectiva funcional, los objetivos buscados por ambos ordenamientos sí que son semejantes, y la necesidad de superar problemas de armonización normativa interna, a los que ahora nos estamos refiriendo, se ha repetido en los dos escenarios.

En el caso estadounidense, la sociedad cotizada ha tenido que enfrentarse no sólo a una labor de coordinación entre normas de Derecho societario y normas de Derecho del Mercado de Valores, sino también a una armonización de las distintas normas existentes dentro de cada uno de estos sectores.

En el *Derecho del Mercado de Valores*, es especialmente destacable la unificación y posterior simplificación que se realizó de los dos procesos de registro de valores ante la Securities and Exchange Commission –en adelante, SEC– que, en virtud de las disposiciones de la *1933 Act*– y la *Federal Securities Exchange Act* de 1934 –en adelante, *1934 Act*–, debían realizar las *publicly held corporations*. Así, en 1982 la SEC implantó un *integrated disclosure system*, que funde en uno los dos procesos de registro, y, más tarde, en 1997, para aquellas sociedades que ya se hubiesen inscrito conforme al procedimiento de la *1934 Act* y quisiesen realizar nuevas emisiones de valores, eliminó las exigencias del registro previsto por la *1933 Act* –vid. HAZEN, T. L., *Treatise on the law of securities regulation*, 3ª ed., Vol. 1, Saint Paul, Minnesota, 1995, págs. 126 y ss.; HAZEN, T. L., *The law of securities regulation*, 3ª ed., Saint Paul, Minnesota, 1996, págs. 119 y ss.; JENNINGS, R. W./MARSH, H. JR./COFFEE, J. C. JR./SELIGMAN, J., *Securities regulation. Cases and materials*, 8ª ed., New

ción en el Derecho positivo. Pero, con carácter general, podemos afirmar que la sociedad cotizada se encuentra sometida a la tensión que producen sobre ella esas dos fuerzas que, aunque tiren en el mismo sentido, son de naturalezas diferentes. La urgencia y la celeridad pretendidas por el Derecho del Mercado de Valores, en ocasiones, no son compatibles con el rigor de algunos procedimientos del Derecho societario. La imagen resultante de la unión de estos dos cuerpos normativos es semejante a la que ofrecen *un buey y un potro uncidos a un mismo carro*¹⁰ y las consecuencias que, en ocasiones, produce en la sociedad

York, New York, 1998, págs. 174 y ss.; LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, 4ª ed., Gaithersburg, New York, 2001, págs. 138 y ss., esp. 144, y, de estos dos mismos Autores, *Securities Regulation*, Vol. II, cit., págs. 599 y ss.; RATNER, D. L., *Securities regulation*, cit., págs. 33 y ss.-.

En el ámbito societario, es conocida la importancia del Derecho del Estado de Delaware, que es aplicado a la mayoría de las grandes sociedades estadounidenses y que comparte su influencia con la *Model Business Corporation Act* de 1984 –en adelante, *MBCA* de 1984–. Los orígenes de la importancia del Derecho societario de Delaware se pueden localizar a finales del siglo XIX y comienzos del XX. En aquel momento histórico los distintos Estados norteamericanos compitieron por configurar un régimen jurídico societario lo más flexible posible, con el fin de convertirse en un lugar atractivo para la constitución de sociedades. El Estado de Delaware, tras arrebatarse la hegemonía al Estado de New Jersey, se convirtió en el vencedor de la llamada «*race for the bottom*» –*vid.* CARY, W., «Federalism and corporate law: reflections upon Delaware», *Yale L.J.*, 1974, nº 83, pág. 670, donde se utiliza por primera vez esta expresión, acogida de forma general para identificar este fenómeno–. Hoy día, más de un tercio de las sociedades cotizadas en *NYSE* se han constituido conforme al Derecho societario de Delaware, y la mayoría de ellas tiene su domicilio social en ese Estado –*vid.* CHOPER, J. H./COFFEE, J. C. JR./GILSON, R. J., *Cases and Materials on Corporations*, 5ª ed., Gaithersburg, New York, 2000, págs. 22 a 23; DRURY, R. R., «The regulation and recognition of foreign corporations: responses to the Delaware syndrome», en *Cambridge LJ*, 1998, n. 57, págs. 165 y ss.; EASTERBOOK, F. H./FISCHEL, D. R., *The Economic Structure of Company Law*, Cambridge, Massachusetts/ London, England, 1991, págs. 212 a 216; GEVURTZ, F. A., *Corporation Law*, Saint Paul, Minnesota, 2000, págs. 35 a 42; HAMILTON, R. W., *The law of corporations*, cit., págs. 63-66 y 66-68; HENN, H. G./ALEXANDER, J. R., *Laws of corporations and other business enterprises*, 3ª ed., Saint Paul, Minnesota, 1983, págs. 31 y 32–.

¹⁰ Mientras la sociedad cotizada no cuente con una regulación que se ocupe de forma específica de todas sus particularidades, muy posiblemente seguirá padeciendo las contradicciones a las que se encuentra sometida. El momento en el cual esa regulación vea la luz no deja de retrasarse. La Ley 37/1998, por muchas razones –en primer lugar, por el intencionado carácter restringido del número de aspectos que regula–, no es la solución definitiva

cotizada la aplicación conjunta de esas dos categorías de normas son parecidas a las que ocasiona sobre un objeto la aplicación inarmónica de dos fuerzas motrices diversas.

3. La necesidad de modificación del defectuoso régimen de la sociedad cotizada

Es ampliamente conocida la conveniencia de que el Derecho positivo se encuentre cerca de las necesidades de la práctica. En ocasiones el tráfico jurídico-económico acelera su paso y se aleja de las posibilidades que le ofrece el ordenamiento jurídico vigente. Otras veces es el legislador el que se adelanta a los tiempos y abre nuevas vías de desarrollo o de crecimiento. El ideal, casi utópico, sería que la norma y la práctica aunasen sus esfuerzos, como si avanzaran en un tándem. No era éste el caso de nuestro mercado primario con el régimen anterior a la reforma ejercida por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. A ese respecto, más bien podríamos pensar en una cordada de dos montañeros, uno de los cuales —el ordenamiento jurídico— estaba ralentizando el paso.

La normativa aplicable a la materia que nos ocupa contaba con algunas deficiencias que reclamaban una reforma legislativa urgente. Los principales problemas que ha pretendido corregir la Ley 37/1998, que venían ocasionados por las deficiencias del régimen de las sociedades cotizadas son las siguientes:

a) La deslocalización.

Las dificultades contenidas en el régimen específico de los aumentos del capital y la configuración que, desde la óptica bursátil, tenían los valores emisibles por las sociedades cotizadas estaba disuadiendo a los emisores nacionales de la idea de acudir a nuestro mercado primario. Un importante volumen de emisiones de empresas españolas esca-

que espera la sociedad cotizada —tampoco lo ha sido la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas—.

paba fuera de nuestras fronteras y nuestro mercado no era atractivo para emisores extranjeros, que no se decidían a colocar ampliaciones de capital en España¹¹.

¹¹ Esta deslocalización de emisiones de sociedades españolas ha sido uno de los indicadores que más claramente ha permitido diagnosticar la existencia de deficiencias en el régimen de las sociedades cotizadas. En fechas inmediatamente anteriores a la promulgación de la Ley 37/1998, las cifras del volumen correspondiente a las emisiones realizadas en el mercado nacional y en mercados extranjeros por las sociedades españolas, permitían afirmar que se estaba produciendo una huida de los emisores fuera de nuestras fronteras. No obstante, existe también quien interpreta estos hechos juzgando que «la llamada “globalización de la economía”, y su correlato de la “deslocalización de los mercados”, puede llegar a producir alguna confusión, y, si se me apura, también cierta desesperanza en quienes no confían en la lentitud de los procesos de armonización internacional –que es el camino recto– y prefieren resolver por su cuenta los problemas del llamado “arbitraje regulador”» –cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», en *RDBB*, 1998, n° 71, julio-septiembre, págs. 848 y 849, en la que se continúa con el desarrollo de esta opinión–.

En el Epígrafe I.4 comentamos el proceso de elaboración de la Ley 37/1998, pero, ante la necesidad de referir ahora las opiniones de algunos de los partícipes en el proceso de elaboración de esa Ley, podemos anticipar que los principales artífices de ese texto normativo han sido dos: la *Comisión Especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero*, creada por acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores –en adelante, CNMV–, en sesión de 12 de noviembre de 1997 –en adelante, Comisión Especial de la CNMV–, y la *Ponencia Especial para la elaboración de un Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles*, designada por Orden de 25 de febrero de 1994, del Ministro de Justicia –en adelante, Ponencia Especial–.

La Comisión Especial de la CNMV elaboró una *Propuesta para la introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores, sobre especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación*, de julio de 1998 –en adelante, Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV–. En el Epígrafe II.I de esa Propuesta se destaca el riesgo que supone la deslocalización de emisiones por las sociedades españolas.

Por su parte, la Ponencia Especial redactó un texto, suscrito por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, que fue emitido como un *Informe sobre «Introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores sobre especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial»*, de 23 de junio de 1998. En el último párrafo del Epígrafe I.1.2.2 del Informe se reconoce que «existen algunos Derechos que han dado lugar a auténticos paraísos jurídicos –y no sólo fiscales–, para las sociedades emisoras y para los inversores»; pero, admitiendo este hecho, la Ponencia Especial muestra sus reticencias ante la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV y, en el

b) La *desaparición de numerosos productos e instrumentos financieros tradicionales*¹².

c) La *desprotección del inversor*¹³.

Esta situación es propiciada por el actual grado de indeterminación en el que se encuentra el disperso régimen de la sociedad cotizada¹⁴.

párrafo citado del Informe, añade que «esos pretendidos paraísos no cuentan siempre con eficaces instrumentos de tutela de quienes invierten. De ahí que el Derecho español no deba aspirar a incluirse entre ellos: la flexibilización del Derecho propio no puede realizarse a costa de ese principio esencial del Derecho de valores que es el de la protección de los inversores (art. 13 II LMV)». Esta crítica de la Ponencia Especial señala un aspecto digno de atención y resulta acertada la denuncia que ejerce, pues, al contener la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV una reforma tan sólo parcial del régimen de la sociedad cotizada, puede generar problemas nuevos, como efecto no deseado de las modificaciones planteadas. La Ponencia Especial no se pronuncia al respecto, pero queremos pensar que lo que plantea es una moratoria, hasta tanto no se promulgue una norma —como puede ser la *Ley General de Sociedades Mercantiles*, en cuya elaboración se encuentra ocupada la Comisión General de Codificación— que dé un tratamiento global al régimen de la sociedad cotizada, en el que, junto con la mencionada flexibilización de la situación en la que se encuentra este tipo societario, se atienda a los intereses de los inversores.

En el Epígrafe I.2.3 de su Informe, la Ponencia Especial se pronuncia más claramente sobre la *deslocalización*: «Las causas de este fenómeno son muy variadas: al lado del rigor del Derecho español en algunas soluciones técnicas, ocupa relevante papel la elevada fiscalidad y el elevado coste de las emisiones en el mercado español. Pero ese rigor del Ordenamiento jurídico español no puede ser exagerado: las causas principales de esa “deslocalización” no derivan del Derecho de sociedades, sino del Derecho administrativo-económico —y en particular del propio Derecho del Mercado de Valores— y del Derecho fiscal».

¹² Vid. Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV, Epígrafe II.I, segundo párrafo.

Quizá el caso más destacable sea el de las *acciones sin voto*, cuya configuración, desde el punto de vista de los derechos económicos que confieren, las hace tan gravosas para la entidad emisora que el recurso a ellas en nuestra práctica societaria ha sido prácticamente inexistente.

¹³ Vid. Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV, Epígrafe II.I, último párrafo. En el Informe sobre «Introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores sobre especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial», emitido a solicitud de la Excm. Sra. Ministra de Justicia por la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación, de 23 de junio de 1998 —en adelante, *Informe de la Ponencia Especial*—, *passim*, se denuncia también la desprotección que afecta al inversor —*vid.*, esp., Epígrafe I.2.1. de este Informe—.

¹⁴ Cfr. *Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe I.2.1, donde se afirma

También generan cierta indefensión en el inversor los rasgos de ineficiencia y de falta de competitividad que padece el mercado de emisiones español¹⁵.

La Ley 37/1998 sale al encuentro de este problema. Pero la solución no va a venir dada –ni exclusiva ni fundamentalmente– por la reforma que esta Ley introduce en el texto de la Ley del Mercado de Valores¹⁶. Tampoco nos estamos refiriendo ahora a la modificación que, a raíz de esa reforma, ha sido ejercida en el llamado «Real Decreto de emisiones»¹⁷ y en las demás normas de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores. Esta normativa específica de los mercados de valores, en efecto, estaba necesitada de una reforma, pero no sólo por ésta, sino también por otras cuestiones distintas de la que estamos tratando. Era la Ley de Sociedades Anónimas¹⁸ la que ocasionaba que nuestro mercado no fuese atractivo para los principales emisores de valores, que son las sociedades anónimas. Por eso la Disposición Adicional decimoquinta de la Ley 37/1998 ha modificado varios preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas, con los que se ejerce una reforma parcial del régimen de la sociedad cotizada –centrada en los aspectos relativos a la emisión de valores–.

que «los inversores reales o potenciales en valores reclaman que el estatuto jurídico de estas sociedades cuente con algunos instrumentos técnicos que faciliten la buena administración y tutelen más eficazmente a accionistas y a obligacionistas».

¹⁵ *Vid.* Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV, Epígrafe II.I, último párrafo.

¹⁶ En el caso de la Ley del Mercado de Valores, el objetivo principal de la reforma es adaptar esta norma a la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables –modificada con posterioridad por la Directiva 95/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995– (*vid.* Exposición de Motivos de la Ley 37/1998; *vid.* también ALONSO LEDESMA, C., «La reforma de la sociedad cotizada», en *RdS*, 1999, n.º 12, pág. 14; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas...», *cit.*, pág. 839.

¹⁷ Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

¹⁸ Real Decreto 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

4. El proceso de elaboración de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre

En este punto se hace necesario realizar una mención al proceso de redacción de la Ley 37/1998, que siguió un camino accidentado, dando lugar así a un texto final del que no se sienten en absoluto contentos algunos de los que participaron en su elaboración.

4.1. LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN ESPECIAL DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES Y LA REACCIÓN DE LA COMISIÓN GENERAL DE CODIFICACIÓN

Como ya hemos tenido ocasión de comentar¹⁹, el curso de la elaboración de esta norma dio lugar a la participación, principalmente, de dos artífices o autores²⁰. Según parece, los hechos se sucedieron del modo que exponemos a continuación.

1º) El Ministro de Justicia designa, por Orden de 25 de febrero de 1994, una *Ponencia Especial* para la elaboración de un Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles, cuya aprobación final se encomienda a la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación²¹.

2º) El Consejo de la CNMV, por acuerdo adoptado en sesión de 12 de noviembre de 1997, crea una *Comisión Especial para la elaboración de un «Libro Blanco» sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho Mercantil Financiero*. El 24 de noviembre de aquel año, el Presidente de la CNMV designa los miembros de esa Comisión Especial²².

¹⁹ Vid. *supra* nota 11.

²⁰ Una Comisión Especial, designada por la CNMV, y una Ponencia Especial, constituida en el seno de la Comisión General de Codificación.

²¹ Cfr. *Informe de la Ponencia Especial*, Antecedente número 1. La Ponencia está integrada por don Alberto BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, don Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO y don Fernando SÁNCHEZ CALERO.

²² Cfr. *Informe de la Ponencia Especial*, Antecedente número 2. La composición de la Comisión Especial es la siguiente: don Javier GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, como Presidente; don Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL, don José Ramón DEL CAÑO PALOP, don Antonio FONT RIVAS y don Rafael MÍNGUEZ PRIETO, como Vocales, y don Francisco HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, como Secretario.

3º) El 19 de mayo de 1998 la Ponencia Especial entrega al Presidente de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación una *Propuesta de Anteproyecto de Ley sobre Sociedades Cotizadas*²³.

4º) La Comisión Especial de la CNMV publica en julio de 1998 una *Propuesta para la introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores, sobre especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación*. Antes de esa fecha, se había dado cauce al texto de esa propuesta de Título X de la Ley del Mercado de Valores, acogiéndolo en una Enmienda al Proyecto de Ley del Mercado de Valores, que sería presentada en el Senado²⁴.

Antes de la publicación de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV, los miembros de la Ponencia Especial tienen conocimiento de ese texto y del destino que se le va a dar y, en sesión del día 19 de mayo de 1998, comunica su preocupación al respecto a la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. El día 12 de junio de 1998 la Sección recibe el texto de la Propuesta²⁵ y encomienda a la Ponencia Especial la confección de un informe sobre ese trabajo prelegislativo. El Informe es aprobado por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación el día 23 de junio de 1998²⁶.

²³ Cfr. *Informe de la Ponencia Especial*, Antecedente número 3, donde se afirma que aquella «Propuesta constituía originariamente uno de los “Libros” del Anteproyecto de Ley General de sociedades mercantiles, pero los miembros de la Ponencia especial, por las razones que consignaban en la “Exposición”, proponían que el tratamiento legal de esta materia adquiriera plena autonomía».

²⁴ La Enmienda, como hemos tenido ocasión de ver –*vid. supra* nota 1, *in fine*–, se presenta, aunque no prospera –*vid.* «Enmienda número 99...», *cit.*, págs. 79 y ss.–.

Cfr. *Informe de la Ponencia Especial*, Antecedente número 4; *vid.* ALONSO LEDESMA, C., «La reforma de la sociedad cotizada», *cit.*, pág. 14 y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas...», *cit.*, pág. 839, donde ambos autores se hacen eco de estos hechos.

²⁵ La Propuesta había sido enviada al Ministerio de Economía y Hacienda y éste remitió el texto al Ministerio de Justicia.

²⁶ *Vid. Informe de la Ponencia Especial*, Antecedentes números 4 y 5. *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas...», *cit.*, pág. 853.

4.2. EL INFORME DE LA PONENCIA ESPECIAL

Es emitido a solicitud de la Ministra de Justicia por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. El documento se estructura en tres partes: I.—*Antecedentes*, II.—*Informe* y III.—*Conclusiones*. En el apartado II —«Informe»— se hace un análisis crítico de los dos aspectos inconvenientes que se entiende encierra la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV —pues no sólo se encontraba criticable el contenido, sino que, además, se entendía que había un conflicto de competencia, ya que se estaba alterando el régimen establecido por la Ley de Sociedades Anónimas y esa norma corresponde al ámbito competencial del Ministerio Justicia—. En las Conclusiones se ofrecen varias soluciones posibles para el problema. De los Antecedentes nos hemos ocupado en las líneas anteriores. A continuación haremos una breve referencia a los otros dos apartados.

La primera cuestión con la que se enfrenta el apartado II del Informe es «El problema de la competencia para la elaboración de la Propuesta»²⁷. La Ponencia Especial expone que la Comisión General de Codificación es el órgano superior colegiado de asesoramiento en la *preparación de las tareas prelegislativas propias del Ministerio de Justicia*²⁸ —dentro de la Comisión General de Codificación, la Sección Segunda se encarga de las materias propias del Derecho Mercantil²⁹—; sin embargo, la CNMV es competente para asesorar al Gobierno, al Ministerio de Economía y Hacienda, y a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los mercados de valores y *formular propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con esos mercados*³⁰. Desde el punto de vista sustantivo, el ámbito competencial de la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación y el de la CNMV son, por tanto, distintos: a la primera de estas entidades «corresponde la preparación de los Anteproyectos de las nuevas leyes en materia de Derecho mercantil y de las modificaciones legislativas que el Ministerio de Justicia considere

²⁷ Vid. *Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe I.1.

²⁸ Vid. art. 1º R.D. 160/1997, de 7 de febrero.

²⁹ Vid. art. 19.2 R.D. 160/1997.

³⁰ Vid. art. 13.3 LMV.

oportuno introducir en las antiguas³¹; a la segunda» –la CNMV–, «la de formular propuestas en materia de mercados de valores, pero no la de elaborar textos prelegislativos en materias de Derecho privado»³².

Junto a estos problemas de carácter competencial, el Informe de la Ponencia Especial encuentra también en la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV cuestiones criticables desde una óptica de política y de técnica legislativas³³. La opinión de la Ponencia Especial respecto al conflicto competencial y a los problemas de oportunidad y de técnica legislativa se refleja, fundamentalmente, en la Conclusión pri-

³¹ En estas palabras es clara la alusión a la improcedencia de una modificación del contenido de la Ley de Sociedades Anónimas vía una reforma de la Ley del Mercado de Valores, promovida por la CNMV.

³² Cfr. *Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe I.1.1.

Por lo que se refiere al problema derivado de la distribución de competencias, parece que la cuestión es clara –para la modificación de la Ley de Sociedades Anónimas sólo es competente la Comisión General de Codificación–, si bien, en nuestra opinión –*vid. supra* nota 1–, sería positivo que, de algún modo, se diese un enfoque no sólo jurídico sino también económico a las normas reguladoras del Derecho de Sociedades. Para esto no es imprescindible la intervención del Ministerio de Economía –y baste para confirmar lo que decimos con reparar en que la Comisión de Especial de la CNMV está integrada básicamente por juristas mercantilistas–, pero sí que es conveniente dar cabida a la interdisciplinariedad en la elaboración de estas normas –ALONSO UREBA (en «El capital como cuestión tipológica», *cit.*, págs. 319-320), sin hacer referencia a los problemas de atribución de competencias, comenta como un hecho positivo cómo «al igual que en otros países europeos siguiendo el modelo anglosajón, en el Derecho español, a raíz fundamentalmente de la Ley del Mercado de Valores de 1988 se van introduciendo especialidades de régimen en la anónima bursátil que afectan a muy distintas materias» (*vid. también*, en este mismo sentido, *op. cit.* págs. 321 y 322); más adelante, este Autor sí que se pronuncia sobre la conveniencia de que el Derecho de Sociedades español abra las puertas a otros órdenes del saber, que no sea tan sólo el Derecho Privado y, así, refiriéndose a la reforma de 1989 de la Ley de Sociedades Anónimas, afirma que la «Comisión de Codificación, como impulsora de la reforma, se desentendió de la ya entonces en marcha legislación del mercado de valores (1988) (...). De hecho, la reforma de la sociedad anónima bursátil se ha hecho en el marco de unas leyes pluridisciplinarias (Derecho administrativo sancionador, Derecho de sociedades, Derecho de la contratación, Derecho público económico...) y plurimateriales (sanciones, potestades públicas de control, contratos sobre acciones, transmisión de participaciones significativas –OPAS y OPVS–, publicidad previa a las emisiones –folletos–...)» (cfr. *op. cit.* pág. 324)–.

³³ *Vid. Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe I.2, donde se desarrolla ampliamente el contenido y el carácter problemático de esas cuestiones.

mera del Informe: «La competencia para la preparación de normas pre-legislativas en materia de sociedades anónimas corresponde exclusivamente a la Sección de Derecho mercantil de la Comisión de Codificación»³⁴. La Conclusión segunda hace referencia a la improcedencia de introducir un Título X en la Ley del Mercado de Valores sobre «Especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial», y sugiere como vía de solución que el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores incluya una disposición final en la que se anuncie la publicación inmediata de una Ley sobre sociedades anónimas cotizadas, o bien la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas en materia de acciones, obligaciones y aumento del capital social³⁵. No es esta solución la que finalmente se alcanza³⁶.

Pero, si volvemos a la parte central del Informe —a su apartado II—, observamos que éste pasa a un «Análisis del contenido de la Propuesta»³⁷. La Sección Segunda de la Comisión General de Codificación ha tenido ocasión de trabajar en diversas circunstancias en la materia que se trata en la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV³⁸.

³⁴ Cfr. *Informe de la Ponencia Especial*, Conclusión primera.

³⁵ *Vid. Informe de la Ponencia Especial*, Conclusión segunda.

Transcurrido el tiempo y en circunstancias parcialmente distintas, la introducción en la Ley del Mercado de Valores de un Título para la regulación de cuestiones relativas a las sociedades cotizadas volvió a presentarse como una solución legislativa posible y, en esta ocasión, prosperó dando lugar al «Título X. De las sociedades Cotizadas», añadido por el artículo 1, número uno, de la llamada *Ley de transparencia* —la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas—.

³⁶ Sino que, por medio de la Disposición Adicional decimoquinta de la Ley 37/1998 se ha ejercido directamente esa reforma, aunque ésta se restringe al régimen de las acciones y del aumento del capital y, según se anuncia en la Disposición Final tercera de la Ley 37/1998, se difiere a otro momento la reforma del régimen jurídico de las obligaciones.

³⁷ *Vid. Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe II.

³⁸ Así, en la elaboración de la Propuesta de Anteproyecto de Ley sobre Sociedades Anónimas Cotizadas, de 19 de mayo de 1998 —*vid. Informe de la Ponencia Especial*, Antecedente número 3— y del Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles —*vid. Orden de 25 de febrero de 1994, del Ministerio de Justicia, e Informe de la Ponencia Especial*, Antecedentes números 1 y 3—.

Por este motivo, la Ponencia Especial refleja en esta parte del Informe todas las opiniones que a lo largo del tiempo ha ido formando sobre el particular ese órgano asesor del Ministerio de Justicia –algunas de las cuales son fruto de los encargos recibidos en el ejercicio de sus funciones, y tienen forma de textos articulados, que se encuentran en el camino de su aprobación como normas jurídicas–. Esta exposición lleva en repetidas ocasiones a una contraposición entre las ideas defendidas por la Comisión General de Codificación y las postuladas por la Comisión Especial de la CNMV, pero ese contraste de opiniones no supone una crítica global de la Propuesta de la Comisión Especial, pues a lo largo del Informe se manifiesta la existencia de puntos en común en el enfoque adoptado y en las soluciones concebidas por la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación y por los Autores de la Propuesta impulsada por la CNMV³⁹.

El Informe de la Ponencia Especial analiza el *ámbito de aplicación* que la Propuesta de la Comisión Especial establece para su propio régi-

En esta misma línea, también se deben mencionar todos los trabajos prelegislativos que desembocaron en la Ley 19/1989 y en el Real Decreto 1564/1989 –v. gr. Anteproyecto de Ley de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la CEE en Materia de Sociedades, de 17 de junio de 1987 (vid. Informe de la Ponencia Especial, Epígrafe II.2.3, en el que se reproduce la regulación que en este texto se proponía para las *acciones rescatables*; y, para una consulta completa del texto de ese Anteproyecto, Suplemento nº 1460 del Boletín de Información del Ministerio de Justicia de 5 de octubre de 1987)–.

Por lo demás, ésta es una materia ampliamente trabajada por la doctrina mercantil desde que se publicara la Segunda Directiva del Consejo 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

³⁹ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas...», *cit.*, pág. 853, donde se observa cómo las diferencias entre las opiniones mantenidas en el Ministerio de Justicia y en el de Economía y Hacienda «no se referían a la necesidad de procurar mejoras posibles en cuanto a la financiación de las empresas, cuestión en la que ambos ministerios (faltaría más) coincidían: se trataba más bien de temas “forma”, y que podrían llegar a solucionarse, además, mediante un trabajo coordinado de sus respectivos equipos». El texto resultante de aquel trabajo coordinado, y finalmente promulgado, permite observar la existencia de alguna otra discrepancia también en temas de fondo.

men⁴⁰, las *acciones preferentes*⁴¹, el *aumento del capital social*⁴² y el *derecho de suscripción preferente*⁴³.

No vamos a ocuparnos ahora en el comentario de las ideas vertidas en esta parte del Informe, pero sí nos detendremos sobre algunas de ellas en distintos puntos de este estudio —especialmente nos referiremos a las consideraciones relativas al *aumento del capital social*—.

La tercera —y última— de las tres Conclusiones del Informe de la Ponencia Especial recoge cuanto se transmite en este «Análisis del contenido de la Propuesta», que se efectúa en el Epígrafe II. La Conclusión tercera es, al mismo tiempo, una alternativa más que ofrece el Informe frente al problema competencial desatado por la Propuesta de la Comisión Especial y un corolario de las críticas que la Ponencia Especial deduce de la lectura de la Propuesta. Por lo que se refiere al conflicto de competencia, decíamos que la Conclusión segunda sugiere posponer la modificación del régimen de la sociedad cotizada y hacerlo por medio de una norma distinta de la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores⁴⁴; pero, propone ahora la Conclusión tercera que en el caso de que «se considerara urgente introducir especialidades en el régimen jurídico de las acciones o de las obligaciones de sociedades y entidades con valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, se podría introducir una disposición adicional en el texto del Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, en la que se diera nueva redacción a determinadas normas contenidas en la Ley de sociedades anónimas, texto refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y se introdujeran en dicha Ley otras nuevas»⁴⁵. Acto seguido, la Conclusión

⁴⁰ Vid. Informe de la Ponencia Especial, Epígrafe II.1.

⁴¹ Incluyendo bajo esa rúbrica —que también habría podido ser ocupada por la expresión *acciones privilegiadas*— las *acciones preferentes*, las *acciones sin derecho de voto* y las *acciones rescatables* —vid. Informe de la Ponencia Especial, Epígrafe II.2—.

⁴² Vid. Informe de la Ponencia Especial, Epígrafe II.3.

⁴³ Vid. Informe de la Ponencia Especial, Epígrafe II.4.

⁴⁴ Vid. Informe de la Ponencia Especial, Conclusión segunda.

⁴⁵ Cfr. Informe de la Ponencia Especial, Conclusión tercera.

tercera recoge el texto que podría integrar esa amplia disposición adicional⁴⁶ y con ello termina el Informe de la Ponencia Especial.

4.3. LA SOLUCIÓN ACORDADA POR EL MINISTERIO DE JUSTICIA Y EL DE ECONOMÍA Y HACIENDA

Finalmente no prosperaron de forma global ni la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV ni ninguna de las tres opciones ofrecidas en las Conclusiones segunda y tercera del Informe de la Ponencia Especial, sino que, tras una negociación entre Letrados del Ministerio de Economía y Hacienda y el de Justicia, se llegó a una solución intermedia⁴⁷.

El *cauce seguido para realizar la reforma parcial del régimen de la sociedad cotizada* sí que ha sido el propuesto en la Conclusión tercera del Informe de la Ponencia Especial: en vez de incorporar un Título X a la Ley del Mercado de Valores, se incluye una *Disposición Adicional, la decimoquinta, en el texto de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, en la que se introducen algunos artículos y se da nueva redacción a otros ya existentes en la Ley de Sociedades Anónimas⁴⁸.

El texto de unos y otros artículos no se corresponde plenamente ni con el de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV, ni con el

⁴⁶ Se trata de un texto de confección acabada –con visos de definitiva–, de cuya forma se puede deducir que la Ponencia Especial preveía que ésta sería la vía que solucionarían la situación desencadenante del Informe –y, en cierta medida, así ha sucedido–.

⁴⁷ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas...», *cit.*, pág. 853.

⁴⁸ Texto Refundido aprobado por el Real Decreto 1564/1989, de 22 de diciembre.

El contenido de esta Disposición Adicional decimoquinta (*vid.* anexo III) accede al cuerpo de la Ley 37/1998 en virtud de una Enmienda presentada en el Senado al Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores –«Enmienda núm. 74, del Grupo Parlamentario Popular en el Senado (GPP)», *BOCG, Senado*, Serie II, 1998, nº 94, págs. 70 y ss.–. Vid. ALONSO LEDESMA, C., «La reforma de la sociedad cotizada», *cit.*, pág. 14, donde se manifiesta una opinión crítica con relación a la ortodoxia del procedimiento formal seguido para efectuar esta reforma de la Ley de Sociedades Anónimas.

de los artículos recogidos en la Conclusión tercera del Informe de la Ponencia Especial. Su contenido —como hemos observado más arriba (y, en cierto sentido, como era de esperar)— no resulta satisfactorio para ninguna de las dos entidades que participaron en su elaboración.

Además, la primera redacción de esta reforma parcial de la sociedad cotizada necesitó ser matizada en fechas inmediatamente posteriores a la promulgación de la Ley 37/1998. Así se hizo por medio de la Disposición Adicional trigésima cuarta de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social⁴⁹ —esta Disposición Adicional no crea ningún artículo ni apartado nuevo en la Ley de Sociedades Anónimas (excepción hecha del apartado 4 del artículo 194), sino que cambia algunas frases o expresiones en la redacción de los artículos que había modificado la Disposición Adicional decimoquinta de la Ley 37/1998—⁵⁰.

En nuestra opinión —y con relación al tema central de nuestro estudio: el aumento del capital de la sociedad cotizada—, la reforma finalmente promulgada dejó atrás, en su accidentado camino de elaboración, una aportación muy acertada que se contenía en el artículo 113 del texto de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV. En ese artículo se implicaba al Servicio de Compensación y Liquidación de

⁴⁹ Vid. en el anexo IV el texto de esta Disposición Adicional.

⁵⁰ La reforma ejercida por la Disposición Adicional decimoquinta de la Ley 37/1998 y la Disposición Adicional trigésima cuarta de la Ley 50/1998 realiza las siguientes modificaciones en el texto de la Ley de Sociedades Anónimas: crea un apartado 3 en el artículo 50; modifica el apartado 1 y crea un nuevo apartado 4 en el artículo 91; modifica el apartado 1 del artículo 92; crea la sección 6ª del capítulo IV, con el epígrafe «De las acciones rescatables», integrada por los artículos 92 *bis* y 92 *ter*; modifica el apartado 1 del artículo 158; modifica el artículo 159; modifica el apartado 2 del artículo 162; el antiguo apartado 2 del artículo 162, pasa a ser el apartado 3 manteniendo su redacción entonces vigente; añade dos nuevos apartados 4 y 5 al artículo 162 y, finalmente, modifica el apartado 2 y añade los apartados 3 y 4 del artículo 194. Las materias afectadas por estas modificaciones son: *acciones preferentes*, *acciones sin voto*, *acciones rescatables*, *derecho de suscripción preferente*, *aumento del capital y fondo de comercio*.

Valores –en adelante, SCLV–⁵¹ en los trámites previstos en el proceso de aumento del capital de la sociedad cotizada y, al contar con la participación de ese Servicio, se simultaneaba la operación de aumento del capital con la inscripción de las acciones en el registro de anotaciones en cuenta y con la admisión de los valores a negociación en la Bolsa o las Bolsas en que fuesen a cotizar⁵².

⁵¹ El *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores* fue sustituido por la *Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores* –en adelante, Sociedad de Sistemas, tal como dispone el artículo 44 bis.1 de la Ley del Mercado de Valores que puede ser denominada–, que asume todas las funciones correspondientes a aquél. A este respecto es muy clarificador lo establecido en la disposición adicional decimoséptima de la Ley del Mercado de Valores, redactada por el artículo 1.5 de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, cuyo tenor literal es el siguiente: «Las menciones específicas al “Servicio de Compensación y Liquidación de Valores” y a la Central de Anotaciones del Banco de España, efectuadas en el articulado de esta u otras disposiciones normativas, se entenderán hechas a la “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores”» –el subrayado es nuestro–.

La creación de la *Sociedad de Sistemas* y los aspectos esenciales de su régimen se contemplan en el artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores –introducido por el artículo 1.2 de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero–. Con más detalle, se ocupa de ella la Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo, que aprueba el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores.

El régimen transitorio de la gestión de los sistemas de compensación y liquidación y el proceso de creación de la *Sociedad de Sistemas* se establecen con detalle en la disposición transitoria primera de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Ese proceso se llevó a término el 1 de abril de 2003, de acuerdo con lo establecido en la autorización de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, de 4 de marzo de 2003 –BOE de 28–, y la del Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 28 de marzo de 2003 –BOE de 1 de abril–, ambas emitidas conforme a lo previsto en la letra c) del apartado tercero de la mencionada disposición transitoria primera.

Por tanto, el 1 de abril de 2003, con la efectiva asunción de las funciones que el artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores confiere a la Sociedad de Sistemas, quedó derogado el artículo 54 de la mencionada Ley –conforme se prevé en la disposición transitoria segunda de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero– y, en consecuencia, finalizó la existencia del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Vid. CAZORLA PRIETO, L. M^a/GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, I., *Código de la reforma del Sistema Financiero*, Cizur Menor (Navarra), 2004, obra en la que se pueden consultar las disposiciones que hemos citado en los párrafos precedentes.

⁵² Quizá por ser éste uno de los objetivos pretendidos con más interés por la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV, tras la promulgación de la

Lógicamente, nuestro análisis se va a centrar en el texto que finalmente ha sido promulgado; no obstante, haremos algún comentario de ciertos aspectos —tanto de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV como del texto sugerido por el Informe de la Ponencia Especial—, que, siendo interesantes, no han sido recogidos en el contenido final del régimen parcial de la sociedad cotizada.

Como veremos a continuación, la reforma ha buscado agilizar la tramitación del aumento del capital de la sociedad cotizada, con la *finalidad de abreviar el amplio plazo de tiempo existente entre el cierre del período de suscripción y la cotización de los valores en Bolsa*. Podemos anticipar que la forma de acelerar ese trámite consiste en eliminar la exigencia del antiguo artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas de que el **acuerdo** de la Junta general de accionistas en el que se decide un aumento del capital social y la **ejecución** del mismo deban inscribirse simultáneamente en el Registro Mercantil. La alteración de estos elementos del régimen de la sociedad cotizada trae consigo, junto con los efectos buscados por la normativa modificadora, consecuencias inesperadas —que han levantado las críticas de algunos Autores de nuestra doctrina⁵³—. Del análisis de unos y otras nos ocuparemos en las líneas que siguen.

Ley 37/1998, en cuya Disposición Adicional decimoquinta no encontró lugar este modelo de procedimiento para la admisión a negociación de valores en Bolsa, apenas seis meses más tarde, el 4 de mayo de 1999 se publica un *Protocolo de Acuerdo para la agilización del Procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital* —en adelante, Protocolo de Acuerdo—, alcanzado por la CNMV, las Sociedades Rectoras de las cuatro Bolsas españolas, el Colegio Oficial de Registradores de la Propiedad y Mercantiles y el SCLV —*vid. infra* Epígrafe V.2, donde comentamos el contenido de este Protocolo de Acuerdo—.

⁵³ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas...», *cit.*, esp. págs. 848 y ss. y 852 y ss. y, del mismo Autor, *Sociedad Anónima «modelo 1998». Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999, *passim*.

CAPÍTULO II

LOS TRES EJES DE LA REFORMA PARCIAL DEL RÉGIMEN DE LA SOCIEDAD COTIZADA Y SU CONVERGENCIA EN EL PROCESO DEL AUMENTO DEL CAPITAL –BREVE REFERENCIA A LOS DOS PRIMEROS–

1. Los objetivos de la reforma

Los problemas o deficiencias que presentaba la Ley de Sociedades Anónimas se identifican con las dos fuentes de financiación que una sociedad anónima puede encontrar en el mercado de valores: la emisión de obligaciones y el aumento del capital.

Por lo que se refiere a las obligaciones, o valores de renta fija privada, la reforma ha quedado pendiente. La Ley 37/1998 no se ha enfrentado con el régimen de las obligaciones –ni con el de las ordinarias ni con el de las convertibles–. No obstante, el Gobierno ha quedado comprometido a presentar un proyecto de ley sobre la materia en un plazo no superior a seis meses desde la publicación de la Ley 37/1998¹.

Por tanto, las novedades introducidas han apuntado tan sólo hacia las ampliaciones del capital. En esta materia podríamos hablar de tres frentes distintos de la reforma: en primer lugar, una agilización del propio procedimiento o trámite del aumento del capital, en concreto, del régimen de inscripción del aumento en el Registro Mercantil; en segundo lugar, un nuevo tratamiento de los derechos de suscripción preferente, cuyo plazo mínimo de ejercicio era de un mes y se ha reducido a quince días –e, incluso, puede ser suprimido ese derecho cuando lo exija el interés de la sociedad–; en tercer lugar, se han modificado o creado distintas clases de acciones que pueden ser emitidas por una

¹ Vid. D.F. 3ª Ley 37/1998.

sociedad anónima: acciones preferentes –aunque el mercado las llama *participaciones* preferentes–, acciones sin voto y acciones rescatables.

En nuestro estudio nos interesa reparar en el primero de estos tres temas: en la agilización del procedimiento del aumento del capital de las sociedades cotizadas. Pero antes diremos unas palabras acerca de las otras dos cuestiones, pues nos ayudarán a entender la intención general que ha inspirado la reforma.

2. La reducción y la exclusión del período de ejercicio del derecho de suscripción preferente

Señalábamos que la duración mínima del período de ejercicio del derecho de suscripción preferente, para el caso de aumento del capital de sociedades cotizadas con emisión de nuevas acciones, se ha reducido de un mes –que era el plazo establecido por la anterior regulación– a quince días y que, incluso, puede suprimirse la posibilidad de que los antiguos accionistas de una sociedad gocen de ese derecho de preferencia, que habitualmente tienen frente a los terceros a la hora de suscribir las acciones integrantes de un aumento del capital de su sociedad².

² Esa supresión de uno de los derechos del accionista ha sido un tema debatido por la doctrina, a este respecto *vid.* ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Madrid, 1995; ALONSO LEDESMA, C., «Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente», en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea (Estudios Homenaje a José Girón Tena)*, Madrid, 1991, págs. 31 y ss.; ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas*, Madrid, 1995; LARGO GIL, R., «La exclusión del derecho de suscripción preferente», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (COORDS.), *Derecho de sociedades anónimas*, T. III, Vol. 1 (*Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones*), Madrid, 1994, págs. 603 y ss.; RUIZ PERIS, J. I., «Supuestos de no nacimiento del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital», *DN*, 46/47, 1994, págs. 5 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1973; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones», en VV. AA., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en Homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, págs. 883 y ss.; URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «La sociedad anónima: la modificación de los estatutos sociales», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (DIRS.), *Curso de Derecho Mercantil*, T. I, Madrid, 1999, págs. 963-965; VÁZQUEZ ALBERT, D., *La exclusión del derecho*

¿Cuál es la razón de ser de esta medida? Para entenderla hemos de tener presente que el emisor de esas acciones es una sociedad cotizada –*vid.* arts. 158.1 y 159.2 LSA, modificados por la Ley 37/1998– y que, por consiguiente, parte de sus acciones ya están disponibles en Bolsa para los posibles inversores que quieran adquirirlas. Por tanto, el respeto de un plazo de suscripción preferente de un mes es un tiempo de espera muy largo, al final del cual la Bolsa ha podido subir, pero también ha podido bajar y, entonces, los terceros no concurrirán al aumento para suscribir las nuevas acciones de la sociedad, sino que acudirán a Bolsa, donde las antiguas acciones de esa misma sociedad son más *baratas* y el aumento correrá un serio riesgo de resultar ineficiente. Se entiende ahora que la lógica que inspira la reforma de la regulación del derecho de suscripción preferente llegue a hacer depender el interés social de la exclusión de este derecho –*vid.* art. 159, apartados 1 y 2, LSA, modificado por la Ley 37/1998–, pues, en efecto, habrá ocasiones en que si la sociedad quiere actuar en sintonía con el mercado, no podrá mantener abierto ni siquiera un plazo suscripción preferente de quince días³.

3. Las clases de acciones emisibles por las sociedades cotizadas

Pero la modernización de nuestro mercado de emisiones no se alcanza sólo mejorando el proceso de emisión, sino también mejorando el atractivo financiero de los valores que se emiten: es decir, dando un

de suscripción preferente, Madrid, 2000; VÁZQUEZ ALBERT, D., «El derecho de suscripción preferente en Europa», en *RdS*, nº 11, 1999, págs. 79 y ss.; VÁZQUEZ ALBERT, D., «El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario. A propósito de las Sentencias del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 19 de noviembre de 1996 y del Tribunal Supremo alemán de 23 de junio de 1997 en el caso Siemens», en *RDM*, 1998, págs. 1691 y ss.; VÁZQUEZ ALBERT, D., «El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente», en *CDC*, nº 26, 1998, págs. 159 y ss.; VÁZQUEZ ALBERT, D., «El derecho de suscripción preferente a la luz de la experiencia estadounidense», en *RDM*, 1993, págs. 913 y ss.

³ Desde una óptica distinta y valorando de forma negativa la supresión del derecho de suscripción preferente en este tipo de operaciones, *vid.* TREVIANO ETCHVERRÍA, J. M., *En defensa de los accionistas y de sus derechos*, 2ª ed., Bilbao, 2004, págs. 4 y ss.

régimen específico a las acciones emisibles por las sociedades cotizadas.

Hemos visto, al hablar de los derechos de suscripción preferente, que la celeridad en la emisión de los valores fortalece la posición del mercado primario frente al mercado secundario —frente a la Bolsa—: un procedimiento de emisión más ágil ayuda al mercado primario a competir en *precios* con el secundario. Sin embargo, el rediseño de las acciones que pueden emitir las sociedades cotizadas permite que el mercado primario español sea atractivo en sí mismo⁴. Se trata en este caso de que nuestro mercado primario no retroceda en importancia respecto de los mercados extranjeros. Esto es lo que estaba sucediendo y no sólo por lo que a los inversores se refiere, sino también en lo que afecta a los emisores —cuyo interés por el mercado español decrecía y preferían colocar sus emisiones en mercados extranjeros—.

La Ley de Sociedades Anónimas de 1989 arrastraba concepciones heredadas de la vieja Ley de 1951. Nuestra regulación de la sociedad anónima no se había elaborado teniendo presentes las exigencias de los mercados financieros o del tráfico de valores en los mercados bursátiles. La sociedad cotizada no recibía un tratamiento específico y debía someterse a las mismas reglas que una sociedad cerrada o que una sociedad familiar. El régimen de las acciones respondía a una depurada y elaborada tradición jurídica, pero carecía de un importante componente económico. Este componente no es ajeno a las categorías del Derecho Mercantil y, por tanto, no puede resultar olvidado en sus desarrollos doctrinales y normativos. Recurriendo a la esclarecedora triple división del análisis de la acción, que aparece recogida en nuestra Ley

⁴ No hay que olvidar, no obstante, que el volumen de negocio del mercado secundario, por ser éste un mercado en el que se producen adquisiciones derivativas, es desproporcionadamente superior al del mercado primario —en el mercado estadounidense, el desequilibrio llega a ser de un ciento por uno, a favor del mercado secundario: «the balance between the primary market and the secondary market has shifted even more dramatically in the direction of secondary trading. SEC staff estimates provided to the Advisory Committee show that secondary market trading exceeds primary market issuances by nearly a 100 to 1 margin» (cfr. COFFEE, J. C. Jr., «Re-engineering corporate disclosure: the coming debate over company registration», en *Wash. & Lee L. Rev.*, 1995, n° 52, pág. 1149)—.

de Sociedades Anónimas de 1989, podemos recordar que la acción es un conjunto de derechos, es una parte del capital y es un *valor mobiliario*⁵. En estas dos últimas manifestaciones de la acción, el legislador, tal vez, no había sabido considerar y reflejar la importancia del componente económico que la acción tiene. La acción de una sociedad anónima y, especialmente, la acción de una sociedad anónima cotizada no es tan sólo un *instrumento jurídico de atribución de derechos*, sino que, en cuanto valor negociable, es también un objeto de tráfico, un **producto financiero**⁶ y, como parte del capital, es una pieza integradora de la *estructura patrimonial de la sociedad*.

Es especialmente ilustrativo el caso de las *acciones sin voto*⁷. En ellas se había reparado en los perfiles de la acción como **conjunto de derechos**—el compromiso entre los derechos políticos y los económicos

⁵ Originariamente, la tercera acepción de la acción la identificaba como *título-valor*; pero, tras la generalización en el ordenamiento español del régimen de representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta y la consiguiente posibilidad de que la acción de sociedad anónima adopte tanto la forma de título-valor como la de anotación en cuenta—arts. 5 LMV y 60 LSA—, esa acepción evoluciona para concebir la acción como *valor mobiliario*—categoría más amplia que el título-valor y que comprende a éste dentro de sí—. Es importante tener en presente, a este respecto, que existe una falta de coordinación terminológica entre la Ley del Mercado de Valores de 1988 y la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, pues la primera utiliza la expresión *valor negociable* para referirse a lo que la segunda denomina *valor mobiliario*, si bien, desde una perspectiva conceptual y por lo que al régimen jurídico aplicable resultante se refiere, ambos términos identifican la misma institución jurídica y pueden considerarse sinónimos—*vid.*, sobre esta interpretación conciliadora del significado de ambas expresiones, SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.—Valores negociables», *cit.*, págs. 35-36; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios...», *cit.*, págs. 116-117; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, *cit.*, págs. 116 y ss.—.

⁶ En estos términos se manifiesta ARROYO (cfr. ARROYO MARTÍNEZ, I., «Prólogo», en *Ley del Mercado de Valores*, ed. Tecnos, Madrid, 1988, pág. 16).

⁷ Sobre el régimen anterior de este instrumento jurídico, *vid.* MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M., «Las acciones sin voto (artículos 90 a 92 de la LSA)», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T. IV (*Las acciones*), Vol. 1, Madrid, 1994, págs. 387 y ss.; con relación al régimen posterior a la reforma, *vid.*, con más indicaciones, CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., *Las clases de acciones...*, *cit.*, págs. 97 y ss.

llevaba a una mejora de estos últimos a cambio de una cesión en los primeros, concretamente en el voto—⁸, pero no se había sopesado suficientemente las consecuencias que este tipo de acciones iban a generar en cuanto **parte del capital**. En efecto, la emisora asume una gravosa obligación frente a los titulares de las acciones sin voto, a quienes debe pagar, además del dividendo ordinario, un dividendo anual mínimo, que tiene carácter acumulativo en el caso de que en un ejercicio no haya beneficio distribuable para satisfacerlo⁹. El peso que las acciones sin voto tienen como activo, se ve contrarrestado por la carga que constituyen como pasivo. Por ello, la normativa sobre recursos propios de las entidades de crédito penaliza estas acciones y, así, el artículo 23 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras¹⁰, las clasifica como recursos propios de segunda categoría. Las entidades de crédito son uno de los principales emisores de nuestro mercado primario y no podemos felicitarlos por las incomodidades que les estaba ocasionando nuestra normativa.

Es más sencillo de exponer el problema de las *acciones preferentes* —o participaciones preferentes—¹¹, pues el mercado español no ha querido recurrir a ellas por las restricciones de su regulación. Las sociedades españolas han emitido estos valores por medio de filiales extranjeras allí donde la legislación resultaba menos desincentivadora. La deslocalización en estos casos resulta lamentable, aunque comprensible. Pero las complicaciones no terminan aquí: estas emisiones de participaciones preferentes vuelven a nuestro país a través del mercado secunda-

⁸ Se trata, por tanto, de «dar carta de naturaleza a la figura del inversor desinteresado en la gestión» (cfr. ALONSO UREBA, A., «El capital como cuestión tipológica», *cit.*, pág. 316; *vid.* HAMILTON, R. W., *The law of corporations*, *cit.*, págs. 188-189, donde se distingue entre el régimen de las *non-voting shares* emitidas por la *closely held corporation* y las emitidas por la *publicly held corporation*).

⁹ *Vid.* antiguo art. 91 LSA.

¹⁰ *Vid.* también Circular n° 5/1993, de 26 de marzo, Entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

¹¹ *Vid.*, con más indicaciones, CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., *Las clases de acciones...*, *cit.*, págs. 113 y ss.

rio de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, el mercado AIAF de renta fija, y en los casos en que se generen conflictos entre el suscriptor de estos valores y el emisor, el nuevo titular descubre que las participaciones preferentes están reguladas por un Derecho extranjero, lo que dificulta la fluidez en la solución del problema.

En el caso de las *acciones rescatables*, su introducción en el ordenamiento jurídico español por medio de la Ley 37/1998 supone llenar un vacío que se acusaba especialmente desde el momento en que, a pesar de haber sido inicialmente previstas por el Anteproyecto de la Comisión General de Codificación, de 17 de junio de 1987, de Ley de reforma parcial y adaptación a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, no se recogieron en el texto de la Ley de Sociedades Anónimas promulgado en 1989¹².

Pero centremos ahora nuestra atención en el régimen del procedimiento del aumento del capital de la sociedad cotizada.

¹² Vid. CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., *Las clases de acciones...*, cit., pág. 108.



PARTE SEGUNDA

LA AGILIZACIÓN DEL PROCEDIMIENTO DE
AUMENTO DEL CAPITAL DE LA SOCIEDAD
COTIZADA

CAPÍTULO III

LOS ANTECEDENTES DOGMÁTICOS DE LA CUESTIÓN: LOS RASGOS DE LA OPERACIÓN DE AUMENTO DEL CAPITAL QUE INCIDEN EN EL RÉGIMEN ESPECÍFICO DEL AUMENTO DEL CAPITAL DE LA SOCIEDAD COTIZADA

1. El aumento del capital como operación societaria compleja y su documentación, inscripción y publicación

El aumento del capital es una más entre tantas instituciones jurídicas cuya práctica no puede reducirse a algo tan sencillo como la realización de un solo acto en un determinado momento de tiempo¹. Por el

¹ No es ahora nuestra intención ocuparnos del análisis conceptual del aumento del capital, pues en este trabajo partimos de las posiciones alcanzadas a este respecto por la doctrina y nos cuestionamos acerca de los problemas que plantea esta figura en el régimen específico de la sociedad cotizada.

No obstante, sí parece interesante recoger una definición de aumento del capital, como término de referencia de las consideraciones que formulemos con relación a esa institución a lo largo de nuestra exposición. Nos acogemos a la formulada por ROJO, quien entiende que el «aumento del capital social consiste en aquella modificación de los Estatutos sociales, fundacionales o ya modificados, mediante la cual se eleva la cifra del capital que, como mención necesaria (art. 9 letra f), figura en dichos Estatutos» –*vid.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento del capital de la Sociedad Anónima», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, T. II (*Sociedades mercantiles*), Madrid, 1996, pág. 2339; *vid.* también, sobre el régimen general del aumento del capital, ALONSO ESPINOSA, F. J., «Modificación de estatutos y aumento y reducción del capital. Una aproximación al capítulo VI de la Ley de sociedades anónimas», en CDC, 1990, nº 8, diciembre, págs. 57 y ss; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación de estatutos. Aumento y reducción de capital», en QUINTANA CARLO, I. (dir.), *El nuevo Derecho de las sociedades de capital*, Madrid, 1989, págs. 173 y ss.; CÁMARA ÁLVAREZ, M., *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid, 1996; CASTELLANO RAMÍREZ, M. J., «El aumento del capital social», en NUE, 1997, nº 151, agosto, año XIII, págs. 93 y ss.; CUESTA RUTE, J. M., «El aumento y la reducción de capital», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, págs. 173 y ss.;

contrario, se trata de una figura compleja, no tan sólo porque sea preciso que se desarrolle a lo largo de un período de tiempo más o menos extenso, sino también porque en ella se requiere la materialización y formalización de varios actos distintos² y la intervención de diversos sujetos³. Por eso se puede hablar del aumento del capital como de una *operación societaria*⁴.

El desarrollo de esta operación a lo largo del período de tiempo que sea preciso para su tramitación puede estar revestido de un grado de complicación mayor o menor, pero que, en cualquier caso, siempre será tal que permite afirmar que el aumento del capital es una *operación*

GARCÍA VILLAVERDE, R., «Constitución y capital de las sociedades en la CEE», en GARCÍA DE ENTERRÍA, E./GONZÁLEZ CAMPOS, J. D./MUÑOZ MACHADO, S. (dirs.), *Tratado de Derecho Comunitario Europeo (Estudio Sistemático desde el Derecho español)*, T. III, Madrid, 1986, págs. 203 y ss.; MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A., «El aumento del capital social», en GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 3ª ed., Madrid, 1990, págs. 633 y ss.; SACRISTÁN REPRESA, M., «El aumento de capital: modalidades, requisitos, el aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias y no dinerarias», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. III, Vol. 1 (*Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones*), Madrid, 1994, págs. 273 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Aumento y reducción del capital», en ALONSO UREBA, A./CHICO ORTIZ, J. M./LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital. (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, 1987, págs. 363 y ss.; URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «La sociedad anónima: la modificación de los estatutos...», *cit.*, pág. 950; VEGA PÉREZ, F., «Aumento de capital con cargo a reservas», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. III, Vol. 1, Madrid, 1994, págs. 425 y ss.-.

² Que básicamente se pueden reducir al *acuerdo* de aumento del capital y a la *ejecución* de dicho acuerdo –*vid.* arts. 162 LSA y 165 RRM–.

³ Fundamentalmente, los *socios*, los *administradores* de la sociedad y los *terceros* que en la fase de ejecución accedan a la suscripción de acciones nuevas.

⁴ «Concebir el aumento del capital social como una simple categoría de las modificaciones estatutarias constituye una simplificación. En realidad, el aumento del capital es una “operación societaria”» –*cfr.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2339–.

*compleja*⁵. Este hecho ayuda a comprender que exista un encendido debate doctrinal en torno a la interpretación de distintos aspectos que integran el régimen de esta figura; y, por otro lado, explica que la alteración de algunos de esos aspectos, que ha venido de la mano de la reforma del régimen de la sociedad cotizada, haya levantado de inmediato críticas desde distintos sectores de la doctrina⁶.

En esta operación societaria se pueden distinguir dos fases: la *fase deliberativa* –cuyo objetivo principal es la adopción del acuerdo de aumento– y la *fase ejecutiva* –que, en función del tipo de aumento adoptado, estará integrada por distintos actos, pero que en el procedimiento más frecuente, que es el de emisión de acciones nuevas con cargo a nuevas aportaciones, comprende la suscripción de los valores, su desembolso y su adjudicación–⁷. Tras la ejecución la operación de aumento ha terminado⁸, pero el ordenamiento prevé todavía una serie de actuaciones relativas a la *documentación* en escritura pública del aumento y su ejecución (arts. 165 y 166 RRM), su *inscripción registral* (arts. 162 LSA y 165 RRM) y su *publicación* en el Boletín Oficial del

⁵ Esa complejidad puede venir motivada por «factores técnicos y jurídicos (como la modalidad del aumento o del contravalor) o puramente prácticos (v. gr.: el número de socios)» –*vid.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2340–.

⁶ Y esto sucede no tan sólo porque el aire removido por la Ley 37/1998, por fuerza, aviva las brasas de esta discusión, sino también porque, en cierta medida, son imprevisibles las consecuencias que se pueden desencadenar cuando en un mecanismo jurídico complicado, como la ampliación de capital, se sustituyen *piezas* antiguas por otras nuevas o se cambia su disposición –*vid.* a este respecto, además de las discrepancias existentes entre los mismos redactores de esta norma (que hemos referido *supra* en el Epígrafe I.4.2), SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas...», *cit.*, pág. 845; del mismo Autor, *Sociedad anónima «modelo 1998»...*, *cit.*, págs. 154-162 y ALONSO LEDESMA, C., «La reforma de la sociedad cotizada», *cit.*, pág. 54–.

⁷ Cfr. CASTELLANO RAMÍREZ, M. J., «El aumento del capital social», *cit.*, pág. 99.

⁸ Cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2341 y nota 3, donde se destaca que con «la ejecución del acuerdo finaliza la “operación de aumento”» y que, aunque es «relativamente frecuente “extender” el contenido de la fase de ejecución», la documentación, inscripción y publicación «no forman parte de la fase de ejecución de la operación. La operación de aumento puede estar ejecutada aunque no esté documentada, inscrita y publicada».

Registro Mercantil (arts. 9 RRM y 21 C. de C.)⁹. Por consiguiente, el aumento del capital no tan sólo se ve afectado por una complejidad que podríamos llamar *intrínseca* –es decir, la que afecta a la propia operación de aumento–, sino también por una complejidad *extrínseca* –la relativa a los actos de documentación, inscripción y publicación–.

Esta complejidad extrínseca de la operación de aumento nos hace reparar en una cuestión interesante. El acuerdo de aumento es un acto jurídico cuya génesis y desarrollo se encuentra en una pluralidad de declaraciones de voluntad¹⁰ y, en principio, cabría pensar que el cumpli-

⁹ Desde la óptica del jurista europeo llama la atención que en el sistema jurídico estadounidense no exista una institución análoga al Registro Mercantil. Este hecho nos lleva a cuestionarnos cómo da respuesta este ordenamiento a dos aspectos relativos al aumento del capital que, conforme a nuestro Derecho, se resuelven con el concurso del Registro: la comunicación a terceros de la cuantía en que el capital se aumenta y la constitución de las acciones integrantes del aumento. Si buscamos expedientes que puedan suplir la ausencia del Registro ante estas circunstancias, en cierta medida, esa laguna se puede ver cubierta por el informe anual –annual report– que realizan las sociedades y por el sistema de registro en la SEC de los valores emitidos por las sociedades cotizadas –*shelf registration system* (también llamado *transactional registration system* [vid. BACKMAN, G. S., *Report of the Securities and Exchange Commission Advisory Committee on the capital formation and regulatory processes*, Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. B4-7184, April-May, 1997, *passim* y esp. págs. 171 y ss.])–. No obstante, las diferencias entre el sistema estadounidense y el español son muchas. El *annual report* no tiene la capacidad difusiva del Registro Mercantil ni está revestido de la publicidad material de éste. En cuanto al registro de los valores ante la SEC, este acto se encuentra más próximo a la inscripción de los valores en el SCLV, que a la inscripción registral del aumento del capital, pues la inscripción ante la SEC es un acto que centra su atención en los valores emitidos por la sociedad, sin embargo, la inscripción del aumento en el Registro Mercantil, en última instancia, es una modificación de un dato relativo a un sujeto que consta inscrito en un *registro de personas*. No obstante, existe una evolución en el sistema estadounidense que sustituye y enriquece el procedimiento de *shelf registration* por un procedimiento de *company registration* –vid. COFFEE, J. C. Jr., «Re-engineering corporate disclosure...», *cit.*, págs. 1155 y ss.; BACKMAN, G. S., *Report of the Securities and Exchange Commission Advisory Committee...*, *cit.*, págs. 161 y 162; BRILL, J. A., «“Testing the waters” –The SEC’s feet go from wet to cold», en *Cornell L. Rev.*, 1998, n° 83, esp. págs. 554 y 555; CHOI, S. J., «Company registration: toward a status-based antifraud regime», en *U. Chi. L. Rev.*, n° 64, 1997, págs. 567 y ss.–.

¹⁰ Excepción hecha del aumento del capital que realice una sociedad unipersonal, y que sea suscrito plenamente por el socio único.

miento de las obligaciones que de él se desprenden es exigible tan sólo *inter partes*, y que su eficacia se despliega en ese mismo ámbito de las partes implicadas por el acuerdo. Pero, en la medida en que *uno de los fines del establecimiento de la cifra de capital de la sociedad anónima es la salvaguarda de los intereses de los terceros* que se relacionan con el ente social¹¹, es necesario que esa cifra y cualquier acto que suponga su alteración tengan carácter público, puedan ser conocidos por toda la comunidad jurídica. *De ahí que el ordenamiento exija que la cifra del capital y sus modificaciones consten en el Registro Mercantil*¹² –y, en virtud de esa inscripción registral, la **eficacia** de la operación de aumento supera los límites de la relación **inter partes** y se abre al ámbito de la exigibilidad **erga omnes**–. Conforme a esta lógica, el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas exige la inscripción registral tanto del acuerdo de aumento del capital como de los documentos acreditativos de que ese acuerdo se ha ejecutado.

Son muchas las consecuencias jurídicas de esa inscripción registral y, además, éstas pueden ser de diverso orden en función de las circunstancias en que se produzca la inscripción. En las líneas siguientes nos ocupamos de estas cuestiones y de su incidencia en el régimen de la sociedad cotizada.

2. Si la inscripción registral del acuerdo de aumento del capital y la de la ejecución de dicho acuerdo deben ser simultáneas o si pueden realizarse en dos momentos distintos

Los ordenamientos jurídicos de unos y otros países ofrecen soluciones diversas para el tratamiento de esta cuestión. A su vez, el Derecho español ha regulado este aspecto de modos diferentes a lo largo de los últimos tiempos:

¹¹ Sobre la función de garantía del capital en protección de terceros, *vid.*, con más indicaciones, ALONSO UREBA, A., «El capital como cuestión tipológica», *cit.*, págs. 333 y ss.

¹² Arts. 4 y 9 LSA y 121 RRM, con relación a la inscripción de la cifra del capital en el momento constitutivo; y arts. 162 LSA y 165 a 169 RRM, con relación a la inscripción registral del aumento del capital.

a) La Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951 (arts. 87 y 84) *tan sólo exigía una inscripción en el Registro Mercantil: la del acuerdo de aumento del capital* y no exigía nada respecto a la inscripción de documento alguno por medio del que se probara o se comunicara la ejecución del aumento. Esta ley establecía un **sistema de inscripción registral única**. Nada cabe plantearse, por tanto, respecto al carácter simultáneo o sucesivo de las inscripciones relativas al aumento del capital¹³.

b) Una fase diferente en el tratamiento de esta cuestión viene representada por los textos del Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, de 17 de junio de 1987¹⁴, y del Proyecto de 22 de abril de 1988¹⁵. Establecían *dos inscripciones registrales separadas: por un lado, la del acuerdo de aumento y, por otro, la de su ejecución*¹⁶. Éste habría sido un sistema que podemos denominar **de doble inscripción registral sucesiva**. Si el régimen contenido en estos dos textos prelegislativos hubiese sido el finalmente promulgado, en él se disponía que la nueva cifra del capital sólo habría podido hacerse constar en los documentos de la sociedad tras la segunda inscripción, la de la ejecución¹⁷.

¹³ Vid. GONZÁLEZ ENRÍQUEZ, M., «Notas sobre el nuevo Reglamento del Registro Mercantil», en *RDN*, 1958, págs. 329 y ss.

¹⁴ Vid. Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, de 17 de junio de 1987, elaborado por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación (Suplemento al nº 1460 del Boletín de Información del Ministerio de Justicia, de 5 de octubre de 1987).

¹⁵ Vid. Proyecto del Gobierno de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, de 22 de abril de 1988 (Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, III Legislatura, serie A, nº 80-1).

¹⁶ Vid. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación de estatutos...», *cit.*, pág. 186; CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta del aumento de capital», en *RDM*, 1990, nº 198, pág. 788; CUESTA RUTE, J. M., «El aumento y la reducción de capital», *cit.*, pág. 174.

¹⁷ Cfr. CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, pág. 788.

c) La primera redacción del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989¹⁸ establece un **sistema de doble inscripción registral simultánea**: *el acuerdo de aumento del capital social y la ejecución del mismo deben inscribirse simultáneamente en el Registro Mercantil*¹⁹.

d) Tras la Ley 37/1998, el artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas establece la posibilidad de que, en el caso de las *sociedades cotizadas*, *la inscripción del acuerdo de aumento del capital se realice antes de su ejecución y que, una vez conseguida ésta, se inscriban los documentos acreditativos de que el aumento se ha efectuado*. Teniendo en cuenta que para las sociedades no cotizadas sigue vigente el anterior sistema, y que, además, para las cotizadas este régimen no es obligatorio, podemos calificar éste como un **sistema facultativo de inscripción simultánea o sucesiva**.

El primero de los regímenes que acabamos de enumerar, el de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, era claramente imperfecto. Bajo aquel *régimen de inscripción registral única* se producían situaciones en las que el Registro Mercantil daba publicidad a acuerdos de aumento del capital que, por las razones que fueran, finalmente no se habían ejecutado o tan sólo se habían ejecutado parcialmente²⁰. En esas ocasiones el Registro *mentía*, pues daba publicidad a una cifra de capital mayor que la que realmente tenía la sociedad que inscribió el acuerdo de aumento del capital²¹. Esto supone una seria fisura en uno de los

¹⁸ La redacción que se le dio en la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, y que posteriormente se recogió en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto 1564/1989, de 22 de diciembre.

¹⁹ En este mismo sentido, art. 165.2 RRM.

Vid. CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, pág. 789 e *Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe II.3.1.

²⁰ Vid. *Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe II.3.1; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2341, nota 4.

²¹ Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación de estatutos...», *cit.*, pág. 180, donde, en fechas en las que todavía estaba vigente la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, se destaca que, con la exigencia de inscripción registral de la ejecución, la reforma de 1989 trata de evitar «la práctica viciosa que se realiza habitualmente con la legislación actual y que consiste en *hacer constar como capital social la nueva cifra resultante del acuerdo de aumento aunque no se haya ejecutado y no se hayan realizado las suscripciones y desembolsos correspondientes*—la cursiva es nuestra—.

principios que fundamentan el sistema registral, que es la *exactitud* o *veracidad* que cabe presumir de todos los datos inscritos en el Registro²². Si la falta de ejecución o la ejecución parcial del aumento se debe a imposibilidad, negligencia, caso fortuito, error o cualquier otra causa en la que haya ausencia de malicia²³, el Registro, en cualquier caso, está contribuyendo a multiplicar los efectos perturbadores de esa situación. Si la falta de ejecución total tiene su origen en una actitud dolosa, el Registro estaría constituyendo una ayuda instrumental para la consecución de esa intención. Este régimen conduce a situaciones perjudiciales para los socios que estén interesados en una gestión ordenada de su sociedad. Es perjudicial también para los terceros, especialmente para aquellos que, confiados en la apariencia generada por el Registro, concedan crédito a la sociedad, pensando que la cifra de capital que garantiza el pago de la deuda es la que se deduce de lo inscrito en el Registro. Si, en efecto, la deuda debiera realizarse con cargo al patrimonio que respalda la cifra del capital, y se evidenciase la falsedad de la cifra y la insuficiencia de activo, el *principio de fe pública*²⁴ protege al tercero y será preciso depurar la responsabilidad, si la hubiere, de los administradores o los causantes del daño²⁵.

Los problemas generados por las deficiencias del régimen de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 se resuelven con el *sistema de doble inscripción registral simultánea*, impuesto por el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, conforme al cual el «acuerdo de aumento del capital social y la ejecución del mismo deberán inscribirse

²² Vid. art. 7 RRM, en el que se enuncia el *principio de legitimación*.

²³ CÁBANAS TREJO habla incluso de los problemas que se pueden producir cuando la ejecución se encuentra *in fieri*, «en fase de mero proyecto» —vid. «La suscripción incompleta...», *cit.*, pág. 789—.

²⁴ Art. 8 RRM, en cuyo párrafo primero se dispone que la «declaración de inexactitud o nulidad de los asientos del Registro Mercantil no perjudicará los derechos de terceros de buena fe adquiridos conforme a Derecho».

²⁵ Conviene destacar que en la práctica societaria se había generalizado un modo diligente de proceder, conforme al cual, en los casos en que fuese posible, el acuerdo de aumento y su ejecución se realizaban en una misma Junta y se recogían en una sola escritura, por lo que la inscripción era simultánea —vid. CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *Estudios de Derecho Mercantil*, 1ª ed., Madrid, 1972, págs. 93 y 94—.

simultáneamente en el Registro Mercantil»²⁶. Pero este modo de proceder produce una nueva situación problemática: en algunos casos, en concreto en el de las sociedades cotizadas, la vinculación de la inscripción del acuerdo de aumento a la inscripción de su ejecución constituye un añadido más a la complejidad de los trámites precisos para efectuar el aumento del capital²⁷. Como veremos más adelante²⁸, si esas dos inscripciones pueden hacerse separadas, en el ínterin los administradores pueden realizar trámites que, en otro caso, debieran retrasarse hasta el momento en que la ejecución se haya ultimado, alargándose así el tiempo de duración del proceso de aumento.

Esto explica la modificación introducida por la Ley 37/1998 en el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas. Desde un punto de vista sistemático, puede decirse que el modelo resultante es un tipo mixto, que se sitúa entre el modelo de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 y el modelo de los textos del Anteproyecto de 17 de junio de 1987 y del Proyecto de 22 de abril de 1988. El régimen establecido por la Ley 37/1998 recoge la experiencia de los dos regímenes anteriores –el de 1951 y el de 1989–. Para que no se reproduzcan los errores que se derivaron de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, se mantienen las líneas esenciales de la redacción dada por la Ley 19/1989 al artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas. Pero, para mejorar ese régimen, y pensando en las sociedades cotizadas, la Ley 37/1998 establece, a través de la modificación del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, el que llamamos *sistema facultativo de inscripción registral simultánea o sucesiva* –se establece así un sistema semejante al dispuesto en el Derecho alemán²⁹–. De este modo se mantiene la *seguridad*

²⁶ Vid. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación de estatutos...», *cit.*, pág. 186; CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, págs. 788 y 789; *Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe II.3.1; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2341, nota 4.

²⁷ Téngase en cuenta, además, que el aumento del capital de la sociedad cotizada exige un número de trámites mayor y más complejo que el preciso en la sociedad anónima no cotizada. El *Informe de la Ponencia Especial* enumera hasta siete pasos dentro de este proceso –*vid. Informe de la Ponencia Especial*, Epígrafe II.3.1, parágrafo 3.1.2–.

²⁸ Vid. *infra* Epígrafes IV.3 y V.2.

²⁹ Donde el §188.4 AktG ofrece la posibilidad –pero no impone la obligación– de que la inscripción de la ejecución se haga junto con la del acuerdo de

que se había alcanzado con el sistema de inscripción simultánea; y, sin perder esa seguridad, se provee a las sociedades cotizadas de la celeridad que precisan para la emisión de sus aumentos del capital.

3. Si la inscripción registral del acuerdo de aumento del capital y la de su ejecución tienen carácter constitutivo o declarativo

La doctrina se encuentra dividida a la hora de determinar si la inscripción registral del aumento tiene carácter constitutivo o si, por el contrario, es una inscripción simplemente declarativa³⁰.

aumento —la norma referida se expresa en los siguientes términos: «Anmeldung und Eintragung der Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals können mit Anmeldung und Eintragung des Beschlusses über die Erhöhung verbunden werden» (el subrayado es nuestro)—. Existe, por tanto, una importante diferencia entre la regulación de este aspecto en el ordenamiento alemán y en el español y es que el §188 AktG permite que cualquier sociedad anónima inscriba separadamente el acuerdo de aumento y su ejecución, mientras que la normativa española tan sólo lo autoriza, y con carácter excepcional, a las sociedades que cumplan los requisitos previstos en el artículo 162.2.1º y 2º de la Ley de Sociedades Anónimas —*vid.* BAUMBACH, A./HUECK, A./HUECK, G., *Aktiengesetz*, 13ª ed., München, 1968, §188, Rdn. 5, pág. 627; HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, 4ª ed., München, 1999, Rdn. 18, pág. 855; GEBLER, E./HEFERMEHL, W./ECKARDT, U./KROPPF, B., *Aktiengesetz. Kommentar*, 1ª ed., Fascículo 12, München, 1989, §188, Rdn. 84, pág. 333; LUTTER, M., en ZÖLLNER, W. (edit.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, T. 5/1, 2ª ed., Köln/ Berlin/ Bonn/ München, 1995, §188, Rdn. 45, pág. 262; *vid.* también SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, 3ª ed., Köln/ Berlin/ Bonn/ München, 1997, págs. 903 a 911; GRUNEWALD, B., *Gesellschaftsrecht*, 3ª ed., Tübingen, 1999, págs. 287 a 292; KÜBLER, F., *Gesellschaftsrecht*, 5ª ed., Heidelberg, 1999, pág. 215; RAISER, T., *Recht der Kapitalgesellschaften*, 2ª ed., München, 1992, págs. 229 a 233—.

Al comentar el §184 AktG, en el que se regula la inscripción del acuerdo de aumento, HÜFFER refiere expresamente la posibilidad de que el acuerdo se inscriba separadamente o junto con la acreditación de su ejecución —*cf.* HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, *cit.*, §184, Rdn. 1, pág. 813, donde se afirma que «(d)oppel erforderliche Anmeldungen und Eintragungen können aber miteinander verbunden werden (§188.IV)»—.

³⁰ *Vid.* MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., «Comentario a los artículos 75-78», en *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE nº 71, de 24 de marzo de 1995)*, Madrid, 1997, pág. 787, donde se realiza una clasificación de Autores que se han pronunciado al respecto, distinguiendo entre quienes confieren carácter **declarativo** la inscripción registral del aumento y quienes defienden que la inscripción registral del aumento tiene carácter **constitutivo**.

Se puede hablar de *tres opiniones* diferentes manifestadas sobre el particular durante la vigencia de los dos regímenes anteriores a la reforma ejercida por la Ley 37/1998³¹:

a) La inscripción registral del aumento tiene carácter *declarativo*³².

b) La inscripción registral del aumento no llega a tener carácter constitutivo; pero, más allá del simple carácter declarativo, y atendiendo a su importancia, puede decirse de ella que tiene carácter *conformador* o *configurador*³³.

³¹ Por supuesto, la lectura de lo expresado por cada uno de los Autores que vamos a citar a continuación, adquiere mucha mayor riqueza al ponerse en relación con todos los matices de su contexto normativo, lo que nos llevaría a realizar diferenciaciones dentro de cada una de las tres opiniones en las que resumimos las conclusiones de la doctrina –v. gr., entre los Autores que citamos y que consideran que la inscripción del aumento es *declarativa*, es diferente la opinión de CÁMARA (vid. CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *Estudios de Derecho Mercantil*, 1ª ed., cit., págs. 93 y 94, donde se mantiene que la inscripción del acuerdo es de carácter declarativo y que sólo en un momento *posterior*, cuando se inscriba la nueva redacción de los estatutos sociales, es cuando se puede entender que el capital ha sido efectivamente aumentado) de la opinión de ROJO (vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», cit., pág. 2341 y nota 6, donde puede leerse que «la inscripción de la operación en el Registro mercantil no tiene “carácter constitutivo”: el aumento produce los efectos que le son propios desde que el acuerdo es ejecutado», por tanto desde un momento *anterior* incluso a la inscripción del propio acuerdo)–.

³² Vid. CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *Estudios de Derecho Mercantil*, 1ª ed., cit., págs. 93-94; GALÁN CORONA, E., «Comentario de la STS [1ª] de 27 de marzo de 1984», en *CCJC*, 1984, nº 5, abril-agosto, pág. 1556; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J., *Acciones nominativas...*, cit., págs. 584-586; GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed. (revisada, corregida y puesta al día por Menéndez Menéndez, A./Olivencia Ruiz, M.), Tomo II, Madrid, 1976, pág. 239; MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., «Comentario a los artículos 75-78», cit., pág. 787; PERDICES HUETOS, A. B., *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Madrid, 1999, pág. 327 y notas 190 y 191; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», cit., pág. 2341 y nota 6 y, del mismo Autor, aunque referido al capital de la sociedad de responsabilidad limitada, «El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C. (coord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, 1997, pág. 859.

³³ Afirma CÁBANAS TREJO (en «La suscripción incompleta...», cit., pág. 791): «(h)áblese entonces, en atención a la trascendencia que la inscripción registral tiene para poner fin al complejo proceso de reforma estatutaria cuando de aumento de capital se trate y frente a lo que es normal en otras modificacio-

c) La inscripción registral del aumento tiene carácter *constitutivo*³⁴.

Las consecuencias de que esa inscripción tenga uno u otro carácter afectan a la relación de la sociedad con los socios –hayan suscrito o no acciones integrantes del aumento³⁵–, con los suscriptores del aumento –tuviesen o no la condición previa de socios– y con los terceros –*gr.*, acreedores de la sociedad–³⁶.

Hasta la promulgación de la Ley 37/1998 la discusión relativa al carácter declarativo o constitutivo de la inscripción del aumento estaba revestida de su propia complejidad, pero ahora hemos de añadir a esa dificultad el hecho de que la inscripción del acuerdo de aumento del capital y la de su ejecución se pueden realizar en momentos separados. Si leemos ahora los argumentos esgrimidos por la doctrina, descubrimos que, en ocasiones, cuando algunos Autores hablan, sin más precisiones, de los efectos de «la inscripción *del aumento* no es posible saber si se están refiriendo a los efectos que se desprenden de la inscripción del

nes de los estatutos, de inscripción “conformadora” o “configuradora”, pero no se desconozca tampoco, que antes de practicarse aquélla el acuerdo es válido y eficaz, y obliga tanto a la sociedad como a los suscriptores». Este autor (*op. loc. ult. cit.*) remite a GARCÍA GARCÍA, J. M., *Derecho Inmobiliario Registral o Hipotecario*, Madrid, 1988, pág. 583, si bien, advierte CÁBANAS, el ámbito en el cual utiliza GARCÍA la expresión inscripción «conformadora» o «configuradora» no es el societario. *Vid.* también CÁBANAS TREJO, R./MACHADO PLAZAS, J., *Aumento de capital y desembolso anticipado*, Madrid, 1995, págs. 140-141.

³⁴ *Vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., «Modificación de estatutos...», *cit.*, pág. 80; CALVO ROJAS, M., «La transmisión de acciones y de participaciones sociales en las sociedades no inscritas», en GIL DEL MORAL, F./MOREU SERRANO, G./PASCUAL DE MIGUEL, A. (dirs.), *Contratos sobre acciones. Homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci*, Madrid, 1994, págs. 401 y 405; URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «La sociedad anónima: la modificación de los estatutos...», *cit.*, pág. 959; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, T. I, 2ª ed., Barcelona, 1986, pág. 440.

³⁵ *V. gr.*: aunque un antiguo accionista de la sociedad no haya suscrito acciones del aumento, cuando la cifra del capital se considere definitivamente elevada, la fuerza decisoria del porcentaje de votos que tenía hasta la fecha, se verá diluida entre los que existan en la nueva Junta General.

³⁶ *Vid. infra* Epígrafe III.4.

acuerdo o a los derivados de la inscripción de la *ejecución*, en tanto que ambos actos se inscribían juntos –pues recordemos que, aunque la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 no lo exigiese, la práctica había generalizado la inscripción de los acuerdos de aumento ya ejecutados³⁷⁻³⁸. Téngase presente, por tanto, que la Ley 37/1998 cambia algunas de las coordenadas que deben trazarse para el análisis del problema³⁹.

Con la redacción que la Ley 37/1998 ha dado al artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, los pronunciamientos posibles sobre el carácter de las inscripciones registrales relativas al aumento del capital de la sociedad cotizada son los siguientes:

a) Tanto la inscripción del *acuerdo* de aumento como la de su *ejecución* son *declarativas*, pues los actos jurídicos inscritos ya han producido plenos efectos antes de acceder al Registro Mercantil –con independencia, por tanto, de su inscripción registral–⁴⁰.

³⁷ Vid. CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *Estudios de Derecho Mercantil*, 1ª ed., cit., págs. 93 y 94.

³⁸ Entonces no era imprescindible ser más explícito, pues, cuando se hablaba de la inscripción del aumento, siempre se estaba haciendo referencia a la inscripción del acuerdo de aumento ya ejecutado. Pero podemos pensar que muchas veces no se habría escrito lo que se ha escrito si se estuviese haciendo referencia a la inscripción del acuerdo sin que ésta vaya acompañada de la de su ejecución.

En muchas otras ocasiones, como tendremos ocasión de comentar más abajo, es explícito el tenor de las opiniones vertidas por los Autores acerca del carácter constitutivo o no de la inscripción de uno y otro tipo de actos.

³⁹ Pero, si se quiere, también podemos decir que la inscripción separada del acuerdo y de la ejecución ayuda a analizar con más claridad cuáles son los efectos de la inscripción del aumento; pues, si bien ahora es preciso pronunciarse sobre el carácter constitutivo o declarativo de dos inscripciones –y no tan sólo de una–, la disociación de estos actos evita que se acumule en un solo momento la producción de las consecuencias jurídicas de cada uno.

⁴⁰ Aparentemente, las consideraciones realizadas por ROJO (en «El acuerdo de aumento...», cit., pág. 2341) no ven alterado su sentido con la reforma del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley 37/1998 y, en consecuencia, éste sería el lugar en el que debemos clasificar sus conclusiones. ROJO entiende que el aumento es eficaz por su ejecución y no por su inscripción en el Registro, de modo que es indiferente a estos efectos que la inscripción registral sea una sólo, que sean dos o que se produzcan simultáneamente o de forma separada.

Excepción hecha de que la redacción del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas –modificado por la Ley 37/1998– exija una interpretación diferente de lo escrito, hemos de considerar que también es este apartado el que

b) La inscripción del *acuerdo* tiene carácter *constitutivo* y, por consiguiente, la inscripción de la *ejecución* es *declarativa*⁴¹.

c) *La inscripción del acuerdo de aumento del capital es declarativa y es la inscripción de la ejecución de ese acuerdo la que tiene carácter constitutivo*⁴².

Esta última es nuestra opinión. *El aumento del capital sólo es perfecto desde que se inscribe en el Registro Mercantil la ejecución del acuerdo de aumento, pues es esta inscripción la que tiene efectos constitutivos.*

En la operación de aumento del capital, como sucede con otras instituciones jurídicas en las que la afección a terceros es indeterminable⁴³, es necesario recurrir a un instrumento que haga *aparente erga*

correspondería a la cita de CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *Estudios de Derecho Mercantil*, 1ª ed., *cit.*, págs. 93-94; GALÁN CORONA, E., «Comentario de la STS [1ª] de 27 de marzo de 1984», *cit.*, pág. 1556; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J., *Acciones nominativas...*, *cit.*, págs. 584-586; MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., «Comentario a los artículos 75-78», *cit.*, pág. 787; PERDICES HUETOS, A. B., *Cláusulas restrictivas de la transmisión...*, *cit.*, pág. 327 y notas 190 y 191. E, incluso, si no damos ahora relevancia como categoría específica al carácter *conformador* o *configurador* que atribuye CÁBANAS a la inscripción del aumento, sino que lo englobamos dentro del rango de la inscripción declarativa, hemos de formular también aquí la referencia a CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, pág. 791.

Conviene también reseñar, en respaldo de esta opinión, la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1984 y la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 6 de junio de 1994.

⁴¹ No conocemos ningún pronunciamiento expreso, ni anterior ni posterior a la modificación del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley 37/1998, en el que cuando se atribuye carácter constitutivo a la inscripción registral se reserve este carácter tan sólo para la inscripción del acuerdo.

⁴² Esta interpretación del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas —modificado por la Ley 37/1998— es la que se puede deducir de la lectura de SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad anónima «modelo 1998»...*, *cit.*, pág. 157.

También cabría encuadrar en este lugar las opiniones vertidas por BERCOVITZ —*vid.* BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación de estatutos...», *cit.*, págs. 186 y 187—, pues el régimen que él comenta, el del Proyecto de Ley de 22 de abril de 1988, contempla un modelo semejante al establecido por la Ley 37/1998 —doble inscripción registral sucesiva o separada—.

⁴³ Pues desconocemos el número y la identidad de los posibles afectados, e, igualmente, la naturaleza de las consecuencias jurídicas que en ellos pueda generar el aumento.

omnes la constitución de un nuevo *derecho subjetivo*⁴⁴. Cuando el derecho subjetivo recae sobre una cosa, es la propia corporeidad de la cosa la que, haciéndose visible frente a los terceros, ayuda a generar la apariencia de titularidad⁴⁵. Cuando el instrumento que crea la apariencia es el Registro, la trascendencia de la inscripción registral exige que ésta se revista de carácter constitutivo, de modo que, mientras que los terceros no hayan tenido la posibilidad de conocer a través del Registro el acto que les afecta, éste no surte efectos jurídicos plenos⁴⁶.

⁴⁴ O de *nuevos derechos subjetivos*, pues, por ser el aumento del capital una operación que habitualmente afecta a una pluralidad de personas, son varios los sujetos que adquieren derechos definitivamente cuando el aumento se perfecciona.

⁴⁵ Por eso la adquisición de la propiedad se supedita a la *entrega de la cosa*, cuando aquel derecho se adquiere por medio del contrato de compraventa –art. 609 C. C.–. En este caso, el desplazamiento de la posesión al comprador es el instrumento que –más allá de la relación *inter partes* establecida por medio del contrato de compraventa– perfecciona y hace aparente frente a los terceros –*possessio vale titulo*– el derecho subjetivo pretendido, la titularidad dominical, a cuyo disfrute ellos deben contribuir de forma activa o pasiva. Se recurre a la *traditio* como elemento que *evidencia* la adquisición de un derecho subjetivo de exigibilidad *erga omnes*.

⁴⁶ Es lo que sucede, de modo análogo, con la constitución de la sociedad anónima –art. 7.1 LSA–. La inscripción registral de la escritura de transformación de una sociedad anónima es también de carácter constitutivo y, sin embargo, el legislador no ha hecho mención de ese carácter cuando preceptúa la obligación de inscribir (art. 227 LSA). Sin embargo, la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, tal vez recogiendo la experiencia de la práctica registral societaria, dispone abiertamente que «(s)in perjuicio de los efectos atribuidos a la necesaria publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, la eficacia de la transformación quedará supeditada a la inscripción de la escritura pública en el Registro Mercantil» (art. 90.1, segundo párrafo, LSRL –*vid. MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., «Comentario a los artículos 75-78», cit., pág. 786–*).

En el caso del derecho de hipoteca, que es, tal vez, el paradigma de los actos cuya constitución se produce por inscripción registral, las normas reguladoras de esta institución no incurren en las omisiones que se producen en la legislación societaria y se expresan con gran claridad: el artículo 145 de la Ley Hipotecaria dispone que «para que las *hipotecas voluntarias* queden válidamente establecidas», además del otorgamiento de escritura pública, será necesario que ésta «se haya *inscrito en el Registro de la Propiedad*. El artículo 159 de la Ley Hipotecaria establece que «para que las *hipotecas legales* queden válidamente establecidas *se necesita la inscripción del título* en cuya virtud se constituyan». En esta misma línea, con relación a la hipoteca mobiliaria, en el artículo 3.4 de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento, se

Por tanto, si es la inscripción de la ejecución la que tiene carácter constitutivo, los terceros que conozcan la inscripción del acuerdo de aumento no deben entender que el capital de la sociedad que adoptó el acuerdo ya ha ascendido en la cuantía prevista⁴⁷.

Encontramos un respaldo a la opinión que ahora mantenemos en la doctrina vertida por la *Dirección General de los Registros y del Notariado*, que se ha manifestado en repetidas ocasiones reconociendo efectos constitutivos al acto de inscripción de la ejecución del aumento del capital⁴⁸.

afirma que «la falta de inscripción de la hipoteca (...) en el Registro privará al acreedor hipotecario (...) de los derechos que» le concede la Ley.

⁴⁷ Por tanto, en la legislación societaria española falta un pronunciamiento claro sobre el carácter constitutivo de la inscripción registral de la ejecución del acuerdo de aumento.

Por el contrario, el §189 AktG resuelve tajantemente esta cuestión —en el único párrafo que integra este precepto se dispone: «(m)it der Eintragung der Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals ist das Grundkapital erhöht»—. Con esto se pone fin en el Derecho alemán a lo que, al igual que en el Derecho español, había constituido fuente de un largo debate durante la vigencia del §156 AktG 1937 —*vid.* BAUMBACH, A./HUECK, A./HUECK, G., *Aktiengesetz*, cit., §189, Rdn. 2, pág. 627, donde se destaca que el «§189 klärt eine alte Streitfrage dahin, daß die Kapitalerhöhung erst mit Eintragung der Durchführung wirksam wird»; *vid.* también GEBLER, E./HEFERMEHL, W./ECKARDT, U./KROPFF, B., *Aktiengesetz. Kommentar*, Fascículo 12, cit., §189, págs. 336 y ss.; HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, cit., §189, págs. 857 y ss.; LUTTER, M., en ZÖLLNER, W. (edit.), *Kölnner Kommentar...*, cit., §189, págs. 265 y ss.; RAISER, T., *Recht der Kapitalgesellschaften*, cit., pág. 226; SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, cit., pág. 904; WIEDEMANN, H., en HOPT, K. J./WIEDEMANN, H., *Großkommentar zum Aktiengesetz*, cit., §189, págs. 375 y ss.—.

En torno a la falta de eficacia constitutiva de la inscripción del mero acuerdo de aumento del capital, cfr. HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, cit., §184, Rdn. 1, pág. 813, donde se afirma: «Kapitalerhöhung wird nicht schon mit dieser Eintragung, sondern erst dann wirksam, wenn auch die Durchführung in das Handelsregister eingetragen ist».

⁴⁸ Como se trata de Resoluciones emitidas antes de que el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998, hubiese establecido la *doble inscripción sucesiva*, algunas de ellas no afirman expresamente que la inscripción a la que reconocen efectos constitutivos es la de la ejecución y no la del acuerdo; pero se deduce de la lectura conjunta de los artículos 162 de la Ley de Sociedades Anónimas y 165 del Reglamento del Registro Mercantil, siendo reiterada la cita de este último en esas Resoluciones de este Centro Directivo. En el artículo 165 del Reglamento del Registro Mercantil se dispone que el «aumento o la reducción del capital se inscribirán en el Registro Mercantil en virtud de escritura pública en la que consten los

Las razones para reservar los efectos constitutivos del aumento al momento de la inscripción de la ejecución son evidentes. En primer lugar, cuando la ejecución de un acuerdo inscrito se encuentra en curso, si comenzásemos a considerar desde la inscripción del acuerdo que la cifra del capital es ya la resultante del aumento *estaríamos adelantando infundadamente los acontecimientos*. Además hay que considerar que *es posible que el acuerdo de aumento no se llegue a ejecutar o que su suscripción tan sólo sea parcial*⁴⁹. En tal caso, llegado el momento de la inscripción de la ejecución del aumento, los administradores deberán dar nueva redacción a los estatutos sociales, para recoger en ellos la nueva cifra del capital⁵⁰ –es decir, que, cuando la suscripción no es completa, tras la inscripción de la ejecución el Registro da publicidad a una cifra de capital *distinta* de la que inicial y provisionalmente anunció cuando se inscribió el mero acuerdo de aumento–. Parece que atribuir carácter constitutivo a la inscripción de un acuerdo no ejecutado –e, igualmente, a un acuerdo no inscrito, aunque esté ejecutado– es una fuente de inseguridad. Reservar los efectos constitutivos del aumento para el momento en que se inscribe la ejecución del acuerdo es la forma de introducir orden en esta operación de naturaleza compleja, que afecta a una pluralidad de personas. Como algunas de esas personas –los ter-

correspondientes acuerdos y *los actos relativos a su ejecución* –*vid.* RRDGRN de 8 de junio y 2 de febrero de 1998 y 4 de abril de 1997–.

Más explícita es la *Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 18 de mayo de 1998*, en la que se afirma que «**el simple acuerdo de ampliación de capital no conlleva por sí solo una variación efectiva del capital social**, dándose en el caso que nos ocupa que **dicho acuerdo no se había ejecutado** –el subrayado es nuestro–. En otras ocasiones, al hablar del carácter constitutivo de la inscripción registral del aumento del capital, no dice expresamente la Dirección General si se refiere a la inscripción del simple acuerdo, o si a la de la ejecución del mismo, pero, a la vista de la línea seguida en otras resoluciones, bien podemos pensar que se trata de la inscripción de la ejecución –*vid.*, en este sentido, RRDGRN de 26 de marzo de 1996 y 11 de enero, 28 de marzo, 17 y 19 de abril, 25 de octubre y 22 de diciembre de 1995–.

⁴⁹ Incluso es posible que el acuerdo sea derogado o modificado por otro acuerdo posterior de la Junta General –*vid.* GEBLER, E./HEFERMEHL, W./ECKARDT, U./KROPPF, B., *Aktienengesetz. Kommentar*, Fascículo 12, *cit.*, §189, Rdn. 8, pág. 338.

⁵⁰ *Vid.* 162.2, último párrafo, LSA –modificado por la Ley 37/1998– y 169.3º RRM.

ceros— fundamentan sus relaciones con la sociedad anónima en la información que el Registro Mercantil facilita de ella, es necesario que sea la inscripción registral de la ejecución del aumento el momento a partir del cual se entienda —definitivamente y frente a cualquier persona— que la sociedad ha aumentado su capital.

4. Los efectos del acuerdo de aumento y los de su ejecución en los ámbitos interno y externo de la sociedad

Se distingue entre los efectos que el acuerdo de aumento y la ejecución pueden causar tanto en el ámbito interno de la sociedad⁵¹ como en el ámbito externo⁵².

La mera adopción del *acuerdo* de aumento surte eficacia dentro de la sociedad sin necesidad de que este acto esté inscrito en el Registro⁵³. En virtud de la eficacia que ese acuerdo ha comenzado a desplegar, los socios pueden exigir entre sí y frente a los administradores el cumplimiento del contenido del acuerdo⁵⁴.

⁵¹ Es decir, el que comprende a los socios y los administradores de la sociedad.

⁵² Entendiendo por éste, especialmente, el de los terceros, ajenos a la estructura corporativa o tejido accionarial de la sociedad, pero interesados en establecer relaciones con la sociedad, o unidos efectivamente a ella por medio de cualquier vínculo contractual u obligacional.

⁵³ CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, págs. 790-791; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2341.

⁵⁴ *Vid.* STS 27 de marzo de 1984 (RJ 1984, 1440), en la que se reconoce que «la falta de constancia tabular reviste significación únicamente en cuanto a tercero, pero no respecto de los socios, a los que no será permitido desconocer la existencia de la decisión adoptada».

Vid. también CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, pág. 790.

En cambio, conforme al régimen establecido por el §184 AktG, la mera adopción del acuerdo, mientras éste no se haya inscrito en el Registro Mercantil, carece de fuerza suficiente para obligar a nadie a suscribir las acciones —de forma exclamativa destaca SCHMIDT que ni siquiera obliga a los accionistas que votaron a favor del acuerdo (cfr. SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht, cit.*, pág. 904, donde se afirma que «(d)ie Beschlußfassung verpflichtet niemanden —auch nicht die zustimmenden Aktionäre!— zur Zeichnung der neuen Aktien»)—.

Cuando el acuerdo ya ha sido ejecutado, e, igualmente, sin necesidad de que se haya inscrito la ejecución, es todavía más evidente que todo lo actuado en relación con la operación de aumento obliga a las personas que están comprendidas dentro de la esfera interna de la sociedad⁵⁵.

Sin embargo, conforme al mismo criterio de protección de los intereses de los terceros por medio de la apariencia que genera el Registro, que nos ha llevado a afirmar que la inscripción de la ejecución del acuerdo de aumento tiene carácter constitutivo, *no parece acertado atribuir eficacia constitutiva en el ámbito externo de la sociedad al acuerdo de aumento ejecutado y no inscrito*⁵⁶. Sólo **después de esa**

⁵⁵ Por el contrario, en la doctrina alemana se interpreta que la disposición del §181.3 AktG, que reserva los efectos constitutivos de las *modificaciones estatutarias* al acto de su inscripción registral —«(d)ie Änderung wird erst wirksam, wenn sie in das Handelsregister des Sitzes der Gesellschaft eingetragen worden ist»—, impide atribuir al acuerdo de aumento no inscrito eficacia constitutiva no sólo frente a los terceros, sino también dentro de la sociedad —*vid. HÜFFER, U., Aktiengesetz, cit., §181, Rdn. 24, pág. 792, donde se afirma que «Eintragung wirkt konstitutiv, das heißt erst mit Eintragung im Handelsregister wird Satzungsänderung wirksam (§181 III), und zwar sowohl im Verhältnis zu Dritten wie auch für das Innenrecht der Gesellschaft (el subrayado es nuestro)*—.

Con un enfoque totalmente distinto —que, como hemos indicado, no compartimos plenamente—, ROJO lleva hasta el extremo la atribución de efectos al acuerdo en el *plano interno* de la sociedad, y afirma que «el aumento producirá efectos desde que los administradores constaten que se ha producido la suscripción y el desembolso, declarando elevado el valor nominal de las acciones y, por ende, el capital, o adjudicando las nuevas acciones si —como es lo más frecuente— es ésta la modalidad del aumento. En el caso de que el aumento se realice con cargo a beneficios o a reservas se entenderá aumentado el capital desde el acuerdo mismo, salvo que del propio acuerdo se deduzca lo contrario, como acontece cuando se emiten nuevas acciones, ya que en ese caso será necesario que los administradores realicen la concreta asignación» —*cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», cit., págs. 2341 y 2342, nota 6; vid., del mismo Autor, «Adquisiciones onerosas por sociedad anónima durante el período inicial», en VV. AA., Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en Homenaje a José Girón Tena, Madrid, 1991, pág. 866, nota 22; MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., «Comentario a los artículos 75-78», cit., pág. 787; SACRISTÁN REPRESA, M., «El aumento del capital...», cit., págs. 290 a 292—.*

⁵⁶ El artículo 99.3 del Proyecto de 22 de abril de 1988, que preveía la inscripción separada del acuerdo y la ejecución, se expresaba con claridad a este respecto, afirmando que «sólo a partir de la inscripción de la ejecución del

inscripción puede decirse que, de modo definitivo y con plenitud de efectos, el capital de la sociedad ha aumentado, en qué cuantía y con qué fecha –la fecha de la inscripción de la ejecución–⁵⁷.

acuerdo de aumento podrá hacerse *constar la nueva cifra del capital social en los documentos de la sociedad* –*vid.* la misma idea en Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV, Epígrafe II.IV, tercer párrafo, *in fine*–.

En esta misma línea, otro de los efectos frente a terceros que tan sólo podrá generar la operación de aumento a partir de la inscripción de la ejecución es su *función de límite máximo* para el cálculo de otras operaciones societarias –*v. gr.*: en el llamado *capital autorizado* (art. 153.1.b LSA), uno de los condicionantes que tienen los administradores para aumentar el capital sin consultar a la Junta General es que el aumento por ellos realizado *no puede exceder de la mitad del capital de la sociedad en el momento de la autorización*; en la *emisión de obligaciones*, el importe total de las emisiones *no puede ser superior al capital social desembolsado, más las reservas* (art. 282.1 LSA)– (*vid.* CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, pág. 790 y las remisiones allí realizadas a ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y Derechos de los obligacionistas*, Barcelona, 1988, págs. 350 y ss. y OLAVARRÍA IGLESIA, J., «El aumento de capital en las sociedades anónimas por el sistema del capital autorizado», en *RDN*, 1983, pág. 245).

⁵⁷ Proceder de otro modo puede ser una fuente de conflictos, pues antes de la inscripción de la ejecución, y, precisamente, con motivo del transcurso de un plazo de seis meses desde la apertura del período de suscripción sin que se haya practicado la inscripción de la ejecución, los suscriptores que lo deseen pueden pedir la resolución de su obligación y exigir la restitución de lo que aportaron, lo que ocasionará que se descuenten sus aportaciones de la suma total del aumento del capital (art. 162.3 LSA, modificado por la Ley 37/1998) –*vid.* CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, pág. 791–.

CAPÍTULO IV

LOS ANTECEDENTES NORMATIVOS INMEDIATOS Y LOS ELEMENTOS BÁSICOS INTEGRANTES DEL RÉGIMEN ESPECÍFICO DEL AUMENTO DEL CAPITAL DE LA SOCIEDAD COTIZADA

1. El sistema de inscripción registral única —el régimen establecido por la Ley de Sociedades Anónimas de 1951—

El estudio del régimen actual del aumento del capital de la sociedad cotizada nos exige preguntarnos por el *estado de la cuestión durante la vigencia de la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951*¹. Como ya hemos tenido ocasión de comentar, la lectura conjunta de los artículos 87 y 84 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 llevaba a concluir que tan sólo era exigible que se inscribiese en el Registro Mercantil el acuerdo de aumento del capital. Aunque en la práctica sí se hiciese², la Ley no exigía que se inscribiese en el Registro ningún docu-

¹ Vid., a este respecto, CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *Estudios de Derecho Mercantil*, 2ª ed., Madrid, 1978; GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./URÍA GONZÁLEZ, J., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed. (revisada, corregida y puesta al día por Menéndez Menéndez, A./Olivencia Ruiz, M.), Madrid, 1976; GAY DE MONTELLA, *Tratado de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., Barcelona, 1962; GAY DE MONTELLA, *Tratado práctico de sociedades anónimas*, Barcelona, 1952; GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1976; LÓPEZ BARRANTES, R./MEJÍAS GONZÁLEZ, M., *Sociedades Anónimas*, Madrid, 1953; RUBIO GARCÍA-MINA, J., *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., Madrid, 1974.

² Vid. CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *Estudios de Derecho Mercantil*, 1ª ed., cit., págs. 93 y 94.

Este es el modo de proceder que se sigue en Alemania, donde, aunque el §188.4 AktG permite tanto la inscripción separada como la simultánea, la práctica predominante es la inscripción conjunta —vid. HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, cit., Rdn. 18, pág. 855 (donde, sin reparar en consideraciones de otro orden, se comenta que los motivos que aconsejan la práctica de la inscripción conjunta, son fundamentalmente de carácter económico: el ahorro de costes de tramitación); vid. también BAUMBACH, A./HUECK, A./HUECK, G., *Aktiengesetz*, cit., §188, Rdn. 5, pág. 627; GEßLER, E./HEFERMEHL, W./ECKARDT, U./KROPFF, B., *Aktienge-*

mento por medio del que se probara, o tan siquiera se comunicara, que ese aumento del capital efectivamente se había ejecutado con éxito³.

El sistema, como hemos visto, era defectuoso, pues en un supuesto en que el aumento se hubiese frustrado, total o parcialmente, porque algunas o todas las nuevas acciones hubieran quedado sin suscribir, el Registro Mercantil, mientras no fuese corregido, estaría dando publicidad a un hecho incierto: estaría generando frente a los terceros la apariencia de que la cifra del capital de la sociedad es superior a la que realmente tiene. Son muchas las irregularidades que pueden desprenderse de esta coyuntura, en la cual falta correspondencia entre la situación fáctica de una sociedad y la información difundida por el Registro. Quizá una de las más expresivas, por más grave, sea aquella en la que la sociedad no previó la admisibilidad de un aumento del capital ante la eventualidad de la llamada cobertura incompleta o suscripción parcial del aumento⁴. Con nuestra mirada puesta en el análisis de las soluciones previstas en el régimen específico de la sociedad cotizada, no es ahora del caso detallar el procedimiento que habría de arbitrarse en la práctica societaria para volver a llevar las aguas a su cauce, al tiempo que se atendiese los derechos adquiridos por todos los implicados.

2. El sistema de doble inscripción registral simultánea –el régimen establecido por la Ley de Sociedades Anónimas de 1989–

2.1. EL MODELO CONCEBIDO POR LOS ARTÍCULOS 161 Y 162 DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS DE 1989: LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL SIMULTÁNEA DEL ACUERDO DE AUMENTO DEL CAPITAL JUNTO CON LA EJECUCIÓN DE DICHO ACUERDO

Veamos, sin embargo, cuál fue la solución que buscó el legislador para cerrar esta fuente de inseguridad jurídica. La primera redacción

setz. Kommentar, Fascículo 12, *cit.*, §188, Rdn. 84, pág. 333; LUTTER, M., en ZÖLLNER, W. (edit.), *Kölner Kommentar...*, *cit.*, §188, Rdn. 45, pág. 262–.

³ *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Aumento y reducción del capital», *cit.*, pág. 378; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación de estatutos...», *cit.*, pág. 180.

⁴ La posibilidad de que esta irregularidad se produzca ha sido tenido en cuenta por los redactores de la Ley 37/1998, y ha sido despejada por medio de

del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 dispuso que el acuerdo de aumento del capital social y la ejecución del mismo *debían inscribirse simultáneamente* en el Registro. En el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, que ha quedado intacto tras la reforma introducida por la Ley 37/1998, se contempla la posibilidad de que cuando el aumento del capital no se suscriba íntegramente, *el capital pueda aumentarse en la cuantía de las suscripciones efectuadas* si se tuvo la precaución de prever expresamente esta posibilidad en las condiciones de la emisión. Con esta nueva orientación dada por la Ley se conseguía, en primer lugar, que el Registro jamás llegase a proclamar el aumento de la cifra del capital de una sociedad sin que ese aumento, en efecto, estuviese ya ejecutado. En segundo lugar, se permitía acoger en el Registro aumentos parcialmente suscritos y elevar la cifra del capital de la sociedad en la proporción resultante, sin necesidad de presentar ante el Registrador un nuevo acuerdo de la Junta.

La letra de los artículos 162 y 161 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 no tan sólo recoge la experiencia histórica sobre este aspecto del Derecho societario español, sino que constituye, al tiempo, la transposición del contenido de los artículos 25.1 y 28 de la Segunda Directiva comunitaria en materia de sociedades⁵. Ahora bien, la exigencia de simultaneidad en la inscripción registral del acuerdo y la ejecución del aumento no viene impuesta por la normativa comunitaria. El artículo 25.1 de la Segunda Directiva se limita a disponer, sin concretar cronología alguna, que tanto la decisión, como la realización del aumento del capital suscrito sean objeto de publicidad⁶.

lo prescrito en el artículo 162.2.2º de la Ley de Sociedades Anónimas –modificado por la Ley 37/1998–.

⁵ Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (77/91/CEE).

⁶ Es interesante tener presente que, frente al carácter obligatorio de la simultaneidad en la inscripción registral del acuerdo de aumento y de su ejecución, impuesto por el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, existen otros ordenamientos jurídicos de Estados miembros de la Unión Europea en los que esa simultaneidad en la inscripción se configura como un acto potestativo (*vid.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2341, nota 4).

2.2. DOS ASPECTOS CRITICABLES DEL CONTENIDO DE ESTE RÉGIMEN JURÍDICO

De este régimen establecido por la primera redacción de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 se desprenden algunas consecuencias que, en nuestra opinión, son perjudiciales. Dos son las más destacables, si pensamos en lo que sería deseable para las sociedades cotizadas.

1º) En primer lugar, vemos criticable la *imposibilidad de transmitir* las nuevas acciones en el tiempo que media entre la apertura del período de suscripción del aumento y la inscripción de la ejecución de la ampliación del capital. Aunque, más que de *imposibilidad*, hemos de hablar de la *prohibición de transmisión* dispuesta por la Ley de Sociedades Anónimas. Esa prohibición se deduce de la lectura conjunta de los artículos 62 y 162 de la Ley de Sociedades Anónimas. El artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que hasta la inscripción de la sociedad o, en su caso, del aumento del capital en el Registro Mercantil no podrán transmitirse las acciones. Como bien sabemos, el antiguo artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 retrasa la inscripción del acuerdo de aumento hasta aquel momento en que pueda inscribirse simultáneamente con la ejecución del mismo. En consecuencia, como acabamos de afirmar, aunque el artículo 62 tan sólo hable de la inscripción del acuerdo de aumento y no menciona la ejecución, lo cierto es que la redacción originaria de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 —antes de ser modificada por la Ley 37/1998— parece que prohíbe transmitir las acciones integrantes de un aumento del capital, mientras que no se haya inscrito en el Registro la ejecución del acuerdo de dicho aumento.

¿En qué se fundamenta esta disposición? El artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 tiene su antecedente en el artículo 14 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951. En él se establecía esa intransmisibilidad de las acciones tan sólo en la fase fundacional, es decir, mientras que no esté inscrita la propia sociedad en el Registro Mercantil. Como justificación de la prohibición se argumentaba que, antes de la inscripción en el registro, no hay personalidad jurídica, ni

verdadera sociedad anónima⁷. No obstante existe un interesante dictamen emitido por los Profesores Manuel BROSETA PONT y FRANCISCO VICENT CHULIÁ, publicado en 1975⁸, en el que se sugieren hasta cuatro fórmulas distintas para dar cauce a la transmisión de acciones salvando la referida prohibición. Sin embargo, el resto de la doctrina, así como la escasa pero contundente jurisprudencia⁹ que se había pronunciado sobre esta cuestión, admitían el acierto de la prohibición¹⁰.

Hemos visto que el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 amplía el ámbito objetivo de la prohibición de transmitir, pues ésta afecta no sólo a la fase constitutiva de la sociedad, sino a cualquier aumento del capital. Esto hace que decaiga la validez del fundamento que, hasta la fecha, se atribuía a esta prohibición, pues en el caso de la ampliación del capital la sociedad ya está inscrita en el Registro y, entonces, sí que existe personalidad jurídica¹¹. Cabría pensar que, a falta de un argumento más firme, la prohibición del artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas, cuando afecta a las acciones integrantes de un aumento del capital no inscrito en el Registro Mercantil, no tiene otro fundamento sino la consideración de esos bienes como *res extra commercium*¹².

⁷ Vid. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «La negociación de acciones antes de la inscripción de la Sociedad en el Registro Mercantil y antes de la impresión y entrega de los títulos», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, págs. 246-247.

⁸ Vid. BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión de acciones antes de la inscripción de la Sociedad Anónima en el Registro Mercantil*, Valencia, 1975.

⁹ Vid. SSTs de 22 de octubre de 1964 (RJ 1964, 4579) y 14 de febrero de 1967 (RJ 1967, 953).

¹⁰ No obstante, el rigor del carácter prohibitivo de la línea jurisprudencial citada puede ser relativizado a la luz de la crítica de la Sentencia del Tribunal Supremo de 22 de octubre de 1964 y de la relectura de la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de febrero de 1967 realizada por los Profesores BROSETA Y VICENT en el Dictamen al que antes nos hemos referido (vid. BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión...*, cit., págs. 56-58 y 59-60).

¹¹ Vid. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «La negociación de acciones...», cit., págs. 250-251, donde se analizan los diferentes problemas que pueden derivarse de la transmisión de acciones antes y después de que la sociedad se encuentre revestida de personalidad jurídica.

¹² Así se expresa PÉREZ DE LA CRUZ (en «La negociación de acciones...»,

Pero quizá podríamos encontrar otra explicación a la prohibición que comentamos, y que vendría dada por el *carácter constitutivo* que tiene la inscripción de determinados actos en el Registro Mercantil. Es lo que sucede con la inscripción de la ejecución de un acuerdo de aumento del capital de una sociedad anónima, razón por la cual el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, en su redacción anterior a la Ley 37/1998, exigía, como medida de seguridad jurídica, la simultaneidad en la inscripción del acuerdo y su ejecución. Y, por ese mismo motivo –el carácter constitutivo de la inscripción registral–, el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas, sabedor de la simultaneidad exigida por el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, prohíbe la transmisión de las acciones, mientras no se haya inscrito el acuerdo de aumento, pues entiende que, hasta ese momento, *las acciones son intransmisibles porque todavía no se han constituido*.

En desarrollo de esta misma lógica argumental, se puede realizar una lectura –muy matizada– del artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas, conforme a la cual este artículo **no prohíbe la negociación sobre las acciones**, sino que dispone que, por no haberse constituido todavía, **no son susceptibles de transmisión, entendiéndose por transmisión la tradición o entrega**, que es exigida por el artículo 609 del Código Civil¹³, como elemento integrante de la compraventa, contrato por medio del cual se instrumenta *habitualmente* la negociación sobre acciones¹⁴. Por consiguiente, si bajo el régimen de la Ley de Sociedades

cit., pág. 251), quien, al tiempo que critica la prohibición contenida en el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas, sugiere esta posible apoyatura al afán de «protección de una abstracta y difusa seguridad del tráfico», que parece ser perseguido por medio del referido precepto (*op. loc. ult. cit.*).

¹³ En el caso de las acciones de sociedad cotizada, como necesariamente deben representarse por medio de *anotaciones en cuenta* (D.A. 1ª.5 R.D. 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas), esa *entrega* consiste en la *transferencia contable* de los valores (art. 9 LMV). Por tanto, la *tradición* debe ser entendida como *ficta traditio*, pues así cabe catalogar la *transferencia contable* de las acciones anotadas en cuenta, en virtud del principio de equivalencia que, por disposición expresa del artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores, existe entre tal transferencia y la tradición de los títulos-valores.

¹⁴ La atribución de este sentido tan específico al término *transmisión* es la base sobre la que BROSETA y VICENT apoyan la opinión defendida en su dictamen (*vid.* BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÀ, F., *La prohibida transmi-*

Anónimas de 1951 eran admisibles soluciones para obviar la prohibición de *transmisión* que comentamos, con mayor motivo podrían acogerse con la regulación dada por la Ley de 1989, pues conforme a este segundo régimen, cuando las acciones afectadas son las integrantes de un aumento del capital, ya no nos estamos enfrentando a dos obstáculos, como son la ausencia de personalidad en la sociedad de cuyo capital forman parte las acciones y que las acciones todavía no pueden ser objeto de tradición, sino que tan sólo habremos de salvar el segundo de ellos. Pero, aunque éste podría ser el lugar, no vamos a ver aquí las formas de conjurar esa prohibición de transmisión de las acciones, sino que lo haremos al comentar el régimen establecido por la Ley 37/1998¹⁵.

Sí que conviene comentar, en último lugar, que resulta especialmente criticable –por inoportuna– esta prohibición de transmisión de los valores cuando afecta a sociedades cotizadas, pues los adquirentes de sus acciones actúan con criterios de rentabilidad económica, son *inversores*, y rara vez están interesados en la vida interna de la sociedad. Como ésta es la lógica que les mueve, no es extraño que, según adquieren las acciones puedan tener interés en deshacerse de ellas, sin esperar a que finalice el período de ejecución del aumento. Por esta razón no es acertado interpretar el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas como una prohibición de la negociación sobre esos valores, sino como el anuncio que la Ley formula acerca de la cautela que debe guardarse cuando se negocia sobre estos valores. De lo contrario, la Ley de Sociedades Anónimas estaría obligando a los inversores a soportar un amplio plazo de indisponibilidad sobre sus activos, forzándoles a esperar hasta la fecha en que se inscriba en el Registro Mercantil la ejecución del aumento. Flaco favor estaría prestando a los mercados de valores nuestra Ley de Sociedades Anónimas.

2º) Muy semejante es el segundo de los aspectos que juzgamos perjudicial en este régimen de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 previo a la reforma. Consiste en que las acciones integrantes de una

sión..., *cit.*, *passim*, esp. págs. 47-48), en el que sugieren *otras formas de negociación sobre los valores, alternativas al contrato de compraventa simple*.

¹⁵ *Vid. infra* VI.1.3.

ampliación del capital sólo alcanzaban su *admisión a cotización en Bolsa tras un largo plazo de tiempo* y después de una laboriosa tramitación. La Ley 37/1998 ha eliminado algunos de los motivos que ocasionaban esta demora. Sin embargo, antes de la reforma era preciso cubrir las siguientes etapas desde que se adoptaba el acuerdo de ampliación: plazo de un mes, para el ejercicio de los derechos de suscripción preferente; apertura del período de suscripción, para los terceros; calificación del Registrador Mercantil, previa a la inscripción simultánea del acuerdo de aumento y su ejecución —con la posibilidad de que el Registrador deniegue la inscripción, mientras no se depure o subsane alguna irregularidad que haya observado en su calificación—; inscripción del aumento y su ejecución en el Registro Mercantil; tramitación de la admisión a cotización de las acciones ante las distintas instituciones del mercado de valores —CNMV, SCLV, Sociedad Rectora de la Bolsa—.

3. El sistema facultativo de doble inscripción registral simultánea o sucesiva. El régimen específico del aumento del capital de la sociedad cotizada, establecido con la reforma introducida por la Ley 37/1998

El régimen establecido por la Ley 37/1998 es mucho más ágil. No podemos ocultar que, a nuestro juicio, la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV ofrecía un modelo sensiblemente mejor. El texto de la Enmienda, a la que antes nos hemos referido, está a disposición de quien tenga interés en un conocimiento más detallado de la cuestión. Sin que nos sea posible detenernos en su análisis, podemos destacar de la referida Propuesta, como aspecto positivo —y que no ha sido recogido en el texto final de la reforma—, que el modelo por ella diseñado simultaneaba la tramitación de la inscripción del aumento en el Registro Mercantil con la admisión de las acciones a cotización en Bolsa. Esto se lograba coordinando y entrelazando las actuaciones del SCLV con las del Registro Mercantil.

El procedimiento de tramitación del aumento del capital de las sociedades cotizadas establecido por el modificado artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas rompe con el principio de simultaneidad en la inscripción, mantenido por la anterior redacción de ese artículo,

y permite la inscripción del acuerdo de aumento del capital antes de su ejecución si se cumplen dos presupuestos¹⁶:

- El primero es que la emisión de las nuevas acciones haya sido **autorizada o verificada por la CNMV**. De esta forma se da ocasión a la CNMV para sugerir a la sociedad emisora de los valores las modificaciones que entienda necesarias, antes de que dé comienzo la suscripción de las acciones. Además, con esa autorización o verificación previa de los requisitos de la emisión *se ha ganado tiempo al tiempo*, pues se ha cumplido anticipadamente con uno de los trámites que se precisan para la admisión de los valores a cotización¹⁷.

- El segundo es que en el acuerdo de aumento se haya previsto expresamente la *suscripción incompleta* —así se evita el riesgo de que el aumento pueda resultar frustrado—.

Los administradores, una vez ejecutado el acuerdo, deben dar nueva redacción a los estatutos sociales, a fin de recoger en ellos la nueva cifra del capital social¹⁸ e *inscribirán en el Registro Mercantil la escritura de ejecución*¹⁹.

Con este sistema es posible dejar atrás los aspectos perjudiciales que se desprendían del régimen de la originaria Ley de Sociedades Anónimas de 1989. Veámoslo a continuación.

¹⁶ Vid. URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «La sociedad anónima: la modificación de los estatutos...», *cit.*, pág. 959.

¹⁷ Art. 32 LMV, modificado por la Ley 37/1998.

¹⁸ Art. 162.2, párrafo cuarto, LSA, modificado por la Ley 37/1998.

¹⁹ Sorprendentemente, el artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998, no exige de modo expreso la inscripción registral de la ejecución del acuerdo de aumento del capital. Tácitamente, o, mejor, de modo indirecto, el artículo 162.4 de la Ley de Sociedades Anónimas, introducido por la Ley 37/1998, sí que exige esa obligación de inscripción de la ejecución del aumento, pues dispone que, «transcurrido un año desde la conclusión del período de suscripción *sin que se hubiera presentado a inscripción en el Registro Mercantil la escritura de ejecución del acuerdo*, el registrador, de oficio, o a solicitud de cualquier interesado, procederá a la cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento del capital social» (la cursiva es nuestra).

CAPÍTULO V

**EL PROCESO DE ADMISIÓN DE LAS ACCIONES A
NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO BURSÁTIL**

1. El régimen directamente deducido de la reforma ejercida por la Ley 37/1998

La admisión a cotización de las nuevas acciones tiene lugar en un plazo de tiempo más corto, aunque, en este aspecto, el mérito de las innovaciones del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas es escaso. La mayor celeridad es debida, fundamentalmente, a la posibilidad de reducir el período de ejercicio del derecho de suscripción preferente o, incluso, de suprimir tal derecho de los socios –facultades éstas que son ofrecidas por los artículos 158 y 159 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificados por la Ley 37/1998–. No obstante, la inscripción registral del acuerdo de aumento al comienzo del procedimiento de ampliación del capital, sin necesidad de esperar a que termine el período de ejecución o de suscripción del aumento, permite que, si el Registrador detecta algún defecto u objeción en su calificación de dicho acuerdo, éstos sean solventados mientras que la ejecución del aumento sigue su curso. De esta forma se evitan las demoras inesperadas, que, con frecuencia, se producían por esa causa.

2. El modelo concebido por el Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital, de 4 de mayo de 1999

No hay que olvidar cuál fue el complejo proceso de la génesis del texto de la Disposición Adicional decimoquinta de la Ley 37/1998 y que, en consecuencia, el régimen que se deduce de ese texto resulta insatisfactorio para la mayoría –si no la totalidad– de sus distintos artífices.

En el aspecto concreto que ahora nos ocupa, la *celeridad en la tramitación de la admisión de las nuevas acciones a cotización en Bolsa*, el régimen contenido en la Ley 37/1998 ha resultado menos acertado que el de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV. Esta Propuesta implicaba al SCLV en el proceso de aumento del capital de las sociedades cotizadas y, de esta forma, solapaba o adelantaba la gestión de actuaciones que, en otro caso, tendrían que realizarse *después* de haber terminado la operación de aumento¹. Además, esa intervención del SCLV consistía no tan sólo en la necesaria inscripción de los valores en el registro de anotaciones en cuenta que lleva esta Entidad —y que, si no en éste, habría de realizarse en otro momento posterior—, sino también en la emisión de una *certificación acreditativa*, que habría hecho las veces de la escritura que documentase la ejecución del aumento del capital². Pero la Ley 37/1998 ha desechado esta solución.

Sin embargo, dentro del marco del régimen establecido por la reforma, se buscó el modo de no renunciar a un procedimiento más veloz para la admisión a cotización en Bolsa de las ampliaciones de capital³.

¹ Art. 113.2 de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV.

² Es el párrafo tercero del artículo 113.2 de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV el que dispone: «(e)l Servicio de Compensación y Liquidación de Valores expedirá una certificación acreditativa del número de valores inscritos, que será título suficiente para hacer constar en el Registro Mercantil el importe efectivo del aumento y la nueva cifra del capital social».

³ Son grandes las diferencias entre el régimen español del aumento del capital de la sociedad cotizada y el de esta operación en el Derecho estadounidense. Las semejanzas y la fuente de experiencia se pueden encontrar, precisamente, en los aspectos que ahora comentamos: la tramitación del aumento ante las instituciones rectoras del Mercado de Valores, con el fin de hacer pública y transparente la información relativa a los valores, y con el propósito de inscribirlos en el registro de anotaciones en cuenta que permita su negociación.

El núcleo de la operación de emisión de valores por las *public corporations* es el registro de la emisión ante la SEC. Como ya hemos tenido ocasión de comentar —*vid. supra* nota 9—, en 1982 la SEC simplifica este proceso por medio del «*integrated disclosure system*» —establecido en virtud de la *1933 Act Rel. 6383*— y, en 1997, con la reducción a un solo procedimiento de registro —el de la *1934 Act*— en determinado tipo de circunstancias —*cfr. 1933 Act Rel. 7314*— (*vid. JENNINGS, R. W./MARSH, H. JR./COFFEE, J. C. JR./SELIGMAN, J., Securities regulation..., cit.*, págs. 174 y ss.).

El procedimiento que actualmente se sigue para la emisión de valores es el resultado de décadas de práctica negocial, y su régimen es el fruto de numerosas modificaciones que han ido depurando las normas aplicables a la operación.

Así, con fecha de 4 de mayo de 1999, se alcanzó un «*Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital*»⁴. El Acuerdo fue adoptado por los representantes de las siguientes entidades:

- la *CNMV*,
- el *SCLV*⁵,
- el *Colegio Oficial de Registradores de la Propiedad y Mercantiles*,

La §5 de la *1933 Act* establece las líneas básicas de la operación de registro de los valores. Las §§6 y 8 de la *1933 Act* detallan el procedimiento de registro. Las §§7 y 10 de la misma norma disponen cuál es la información relativa a los valores que debe ser objeto de registro y publicación. Las §§3 y 4 enumeran los tipos de valores y de transacciones sobre ellos que están exentos de la obligación de registro. La *SEC* es quien supervisa todo el proceso. Las categorías de sujetos que participan en el procedimiento son cuatro, y el orden en el cual se los puede enumerar, atendiendo a su protagonismo a lo largo del proceso, es el siguiente: *issuer, underwriters, dealers, public*. Las principales fases del procedimiento, desde que se inicia la operación de registro hasta que ésta es efectiva y los *dealers* y *underwriters* pueden transmitir los valores al público, son cinco: *pre-filing period, filing date, waiting period, effective date, post-effective period* –*vid.* CLARK, R. C., *Corporate Law, cit.*, págs. 723 y ss.; HAZEN, T. L., *Treatise on the law of securities regulation*, Vol. 1, *cit.*, pág. 90 y ss.; JENNINGS, R. W./MARSH, H. JR./COFFEE, J. C. JR./SELIGMAN, J., *Securities regulation...*, *cit.*, págs. 119 y ss.; LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation, cit.*, págs. 91 y ss.; SJOSTROM, W. K. Jr., «Going public through an internet direct public offering: a sensible alternative for small companies?», en *Fla. L. Rev.*, nº 53, 2001, págs. 534 a 540–.

Nos parece interesante destacar que, desde 1995, algunas sociedades estadounidenses pequeñas están acudiendo a un procedimiento alternativo para ofrecer al mercado por medio de Internet la suscripción de sus valores llamado *direct public offering –DPO–*. En 1995 se realizaron 336 *DPOs*, y en 1996, 498. Fue en este segundo año cuando la neoyorquina *Spring Street Brewing Company* consiguió por primera vez culminar con éxito una *DPO* –vendió 900.000 acciones a cerca de 3.500 inversores, por un precio de 1,85 dólares la acción, y reunió 1,6 millones de dólares–. Este fenómeno de desintermediación constituido por las *DPOs* ha ido aumentando en número cada año y ofrece a los emisores un cuarenta por ciento de éxito –*vid.* SJOSTROM, W. K. Jr., «Going public through an internet direct public offering...», *cit.*, págs. 529 y ss.–.

⁴ *Vid.* anexo V, con el texto completo del Protocolo.

Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. *Sociedad anónima «modelo 1998»...*, *cit.*, pág. 157, donde se hace una referencia a la aparición de este Protocolo de Acuerdo.

⁵ Con relación a la sustitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores por la Sociedad de Sistemas y la consiguiente asunción por ésta de todas las funciones de aquél, *vid. supra* nota 50.

• y las *Sociedades Rectoras de las cuatro Bolsas de Valores españolas*.

Con él se recuperan algunos de los logros que, en nuestra opinión, se habían perdido en el camino de elaboración de la Ley 37/1998, cuando no se acogió el contenido del artículo 113 de la Propuesta de la Comisión Especial de la CNMV.

El *objetivo* de este Acuerdo es doble: *agilizar las admisiones a negociación en Bolsa* de los valores integrantes de los aumentos del capital de las sociedades cotizadas y, en segundo lugar, *proporcionar plazos concretos para la tramitación de esas admisiones*, de manera que los emisores puedan realizar un cálculo más preciso de la fecha en que sus acciones pueden comenzar a negociarse en una Bolsa de Valores⁶. Es interesante que nos detengamos ahora en el comentario del sistema alcanzado con este Acuerdo, pues esto nos permite conocer qué es lo que ofrece a los emisores nuestro mercado primario en su esfuerzo por paliar los defectos que, en los últimos años, le habían hecho perder su atractivo como ámbito para la colocación de ampliaciones de capital.

El Acuerdo se construye *sobre la base del régimen vigente*, no al margen de éste, y procura mejorarlo⁷. De ese régimen son destacables tres elementos.

Consiguientemente, este «Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital», *mantiene su validez y su vigencia*, entendiéndose referidas a la Sociedad de Sistemas todas las menciones realizadas en él al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

⁶ Esta *concreción* de los plazos ayuda, en la medida de lo posible, a que los emisores de valores acompañen con el mercado secundario el desarrollo de los aumentos de capital que efectúan en el mercado primario. En ocasiones la duración del procedimiento de la ampliación del capital no permite asegurar la semejanza entre el precio de los nuevos valores que se emiten y el de los antiguos, que se cotizan ya en el mercado secundario. No obstante, si los plazos que transcurren entre una y otra de las fases del aumento son *concretos* —y, además, *breves*—, el emisor puede actuar gozando de una relativa certidumbre respecto al futuro desarrollo del proceso de la ampliación y, en función de la evolución alcista o bajista del mercado, establecer un precio estratégico para la suscripción de los nuevos valores que contribuya al éxito de la operación de aumento.

⁷ El propio Protocolo, en su introducción, expresa que se trata de «un nuevo procedimiento de admisión a negociación, con fases y plazos mejor defi-

- El primero es el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998, que, por lo que ahora nos ocupa, es interesante por permitir que el acuerdo de aumento del capital se inscriba en el Registro Mercantil antes de su ejecución.

- El segundo es el artículo 158 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998, porque reduce la duración mínima del período para el ejercicio de los derechos de suscripción preferente de treinta a quince días, cuando el aumento se realiza por una sociedad cotizada con emisión de acciones nuevas⁸.

- El tercer elemento digno de mención es el apartado tres de la Disposición Adicional primera del Real Decreto 291/1992, modificado por el Real Decreto 2590/1998, por medio del cual, tras la reforma, se establece que si el folleto de emisión contiene «una previsión sobre la admisión de los valores a negociación en Bolsa, servirá para la verificación a que se refiere el artículo 32 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siempre que la admisión se produzca antes del fin del plazo previsto en el folleto, que en ningún caso podrá exceder de seis meses»⁹.

Los *sujetos* responsables de que el procedimiento de admisión se cumpla y se aplique en la práctica no son tan sólo las entidades *firmantes* del Protocolo. En él se afirma que, junto a esas entidades, en el proceso desempeñan un papel de gran importancia tres sujetos más —o tres categorías de sujetos—:

nidos que el que se sigue en la actualidad», con el que se puede «extraer el máximo partido a las oportunidades que ofrece el nuevo marco legal».

⁸ *Vid. supra* Epígrafe II.2.

⁹ No ha de pasar inadvertido que el artículo 32 de la Ley del Mercado de Valores, al que se refiere esta Disposición Adicional primera, apartado tres, del Real Decreto 291/1992, en recta lógica, es el artículo 32 de la Ley del Mercado de Valores, reformado por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, en fechas inmediatamente anteriores a la modificación de la propia Disposición Adicional primera, apartado tres, del Real Decreto 291/1992, por el citado Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre.

- el *emisor* de los valores,
- la *entidad agente*
- y las *entidades adheridas* al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores¹⁰.

En efecto, si estos sujetos no asumen la decisión de actuar con diligencia, aprovechando las oportunidades que se les ofrecen, no servirá de nada el cauce que les abre este Protocolo. Gran parte de los rapidísimos plazos que se establecen en el Protocolo se computa desde el momento en que el *emisor* o la *entidad agente* realizan la entrega de documentos o formalizan solicitudes ante las entidades firmantes del Acuerdo¹¹. Igualmente es decisivo el papel que juegan las *entidades adheridas* al SCLV¹², pues el registro de anotaciones en cuenta está configurado como un registro de doble escalón, en el que SCLV y sus entidades adheridas deben actuar conjuntamente, por lo que el retraso de la entidad adherida en la que se lleve el registro de detalle de la emisión de valores ocasiona inevitablemente la ralentización de los pasos que quiera dar el SCLV¹³. Para animar a asumir esta actitud dili-

¹⁰ Las *entidades adheridas* al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores —contempladas en el derogado artículo 54, párrafo sexto, de la Ley del Mercado de Valores— han sido sustituidas por las *entidades participantes* en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas (*vid.* art. 44 bis.4 LMV; con relación al régimen jurídico de estas entidades, *vid.* O. ECO/689/2003).

¹¹ Así, por anticipar algún ejemplo, la CNMV asume el compromiso de «(v)erificar las admisiones a negociación el mismo día o, como muy tarde, el día hábil siguiente al de la fecha de recepción de la documentación completa» o, por referirnos a otro caso concreto, el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España se establece como objetivo que se comunique a la CNMV «de forma inmediata (...) la inscripción del cierre el mismo día en que se practique la inscripción». En los dos supuestos que acabamos de referir, los *buenos propósitos* de las entidades firmantes del Acuerdo serían inútiles si no existe por parte del emisor de los valores y de la entidad agente un modo de proceder rápido en la presentación de los documentos que la CNMV o que el Registro Mercantil están dispuestos a tramitar velozmente.

¹² Léase *entidades participantes* en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas (*vid.* art. 44 bis.4 LMV).

¹³ *Vid.*, sobre la estructura y el funcionamiento del registro de doble escalón de valores admitidos a cotización en Bolsa, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, *cit.*, págs. 98-103 —las observaciones allí referidas al Servicio de Compensación y Liquidación

gente, el Acuerdo sugiere que se anuncien en el folleto de emisión de los valores los plazos que se sucederán desde el inicio de la operación de aumento del capital hasta la admisión de las acciones en Bolsa.

La parte esencial del Acuerdo viene integrada por la relación de los *objetivos* particulares –o *compromisos*– que se fija cada una de las entidades firmantes. El estilo que se ha seguido para la redacción de esta parte del Acuerdo ha sido agrupar en cuatro enumeraciones diferentes los compromisos respectivos contraídos por la CNMV, el SCLV¹⁴, el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y las Bolsas de Valores. En la medida en que este texto es el término de referencia para esclarecer las responsabilidades o vínculos asumidos por las firmantes, ese modo expositivo es el más procedente. Sin embargo, la lectura del Acuerdo no facilita una visión lineal del desarrollo de la operación de aumento y de la tramitación de la admisión de las acciones a cotización. Por el contrario, en un Anexo que se incorpora al Protocolo de Acuerdo encontramos una valiosísima guía, en la que se refieren *por orden cronológico* los distintos pasos que integran el trámite de la admisión a negociación de un aumento del capital. En el segundo párrafo de este Anexo se deja clara cuál es su importancia, al manifestar que se trata de un «documento que *complementa* el protocolo» firmado por las entidades que han alcanzado el Acuerdo, «de tal forma que la agilización de los plazos para la admisión a negociación prevista en el protocolo sólo será vinculante con relación a las ampliaciones de capital que se tramiten de acuerdo con las directrices que se recogen a continuación». Este Anexo, por tanto, se configura como unas *Directrices* que, según afirma el primer párrafo del Anexo, tienen como destinatarios a las sociedades españolas emisoras de valores.

En las páginas siguientes vamos a seguir la pauta de este Anexo, para conocer cuál es el *modus* establecido en nuestro mercado primario

de Valores y a las entidades adheridas a él pueden aplicarse, *mutatis mutandi*, a la Sociedad de Sistemas y a las entidades participantes en la gestión de ésta.

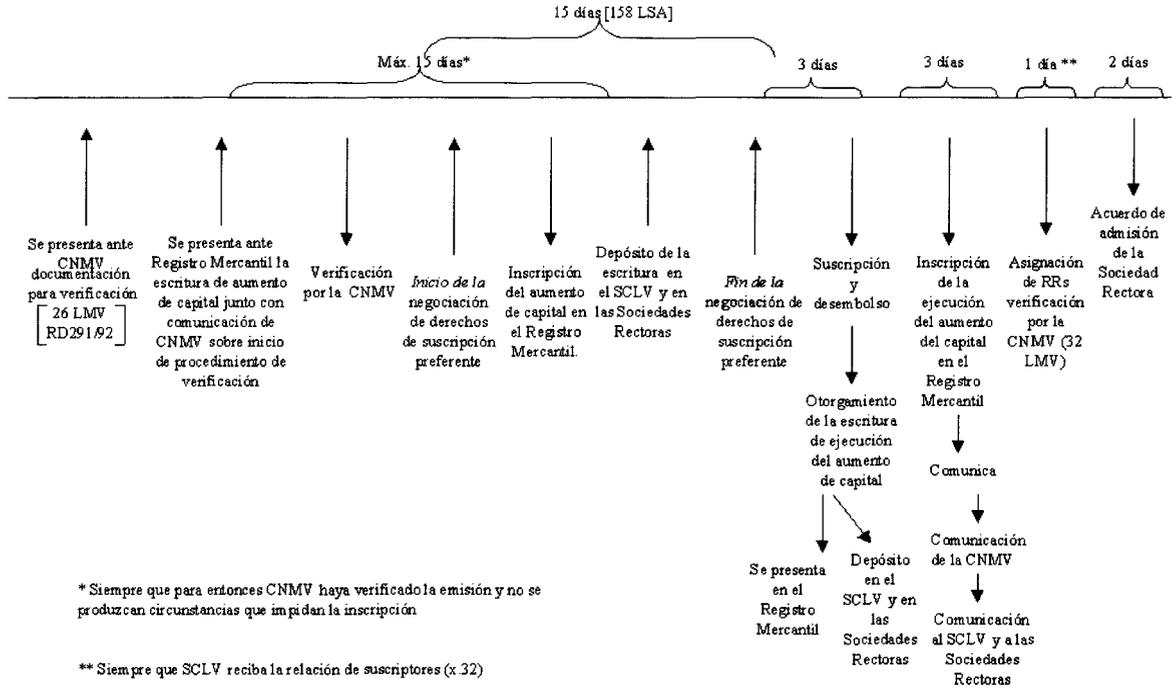
¹⁴ Léase Sociedad de Sistemas (*vid.* D.A. decimoséptima LMV).

para realizar la admisión a negociación de los aumentos de capital¹⁵. El Anexo contiene trece directrices. En la última de ellas se dispone que este procedimiento es también aplicable, en términos analógicos, para la admisión a cotización de los aumentos de capital procedentes de la conversión de obligaciones convertibles. En la decimosegunda se recoge una especificidad para aquellos casos en que la Junta General de una sociedad anónima haya delegado en el Consejo de Administración la facultad de aumentar el capital¹⁶.

El *iter* para la admisión a negociación de las ampliaciones de capital de las sociedades cotizadas viene establecido en las once primeras directrices del Anexo. En cada una de ellas se prevé uno o varios trámites, se designa cuál es la entidad ante la que debe efectuarse el trámite y se dispone un plazo de tiempo para su realización —en el gráfico número 1 se muestra un cronograma que esquematiza estos trámites y plazos de tiempo—.

¹⁵ El régimen impuesto por este Protocolo de Acuerdo y por su Anexo puede parecer criticable o no, en la medida en que quien lo analice encuentre en él quiebras con la dogmática del Derecho de sociedades e, incluso, si se quiere, con la del Derecho de los títulos-valores. Pero resulta evidente la conveniencia de detenernos en el conocimiento detallado de este régimen, puesto que es el que se aplica en el día a día de nuestro mercado, y de él se desprenderán las ventajas que este procedimiento encierra, así como los problemas que su aplicación pueda generar.

¹⁶ *Vid.* art. 153 LSA, donde se regula el así llamado *capital delegado* o —según se expresa la rúbrica del artículo 167 del Reglamento del Registro Mercantil— *capital autorizado*.



* Siempre que para entonces CNMV haya verificado la emisión y no se produzcan circunstancias que impidan la inscripción.

** Siempre que SCLV reciba la relación de suscriptores (x.32)

1. En la primera directriz no se establece nada nuevo. Se trata, sin más, de adoptar como punto de partida la facultad de inscripción registral separada del acuerdo y de la ejecución del aumento del capital, concedida por el artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998¹⁷. Para realizar esa inscripción separada, el citado artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas exige dos requisitos¹⁸ y esta primera directriz, además de hacer referencia a ambos, observa que uno de ellos, la *verificación de la emisión de acciones por la CNMV*, es el trámite que abre el procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital.

2. La segunda directriz, a diferencia de la primera, trata de modo expreso cuestiones que hacen referencia a la agilización del desarrollo del aumento. Se fundamenta también en el régimen vigente previsto para la sociedad cotizada: en este caso, en los artículos 158 y 159 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificados por la Ley 37/1998, en los que, respectivamente, se contempla la reducción del plazo de suscripción preferente de treinta a quince días y la exclusión del derecho de suscripción preferente. Esta directriz señala que cuando la Junta General haya acordado la exclusión del derecho de suscripción preferente, el *período de suscripción*¹⁹ puede ser incluso *inferior a los quince días*.

3. El siguiente paso del procedimiento, contemplado en la tercera directriz, es la *inscripción de la escritura relativa al acuerdo de aumento en el Registro Mercantil*, que deberá acompañarse de una *comunicación de la CNMV*, acreditando que se ha iniciado el procedimiento de verificación e inscripción de la emisión en los registros de la

¹⁷ Así, desde el primer momento, este Anexo está dando cumplimiento a esa intención declarada por el Protocolo de Acuerdo, conforme a la cual el procedimiento de admisión de las acciones a negociación sienta sus bases sobre el régimen jurídico vigente.

¹⁸ El primero es la previa *autorización o verificación de la emisión* de las nuevas acciones por la CNMV y el segundo consiste en la previsión explícita en el acuerdo de aumento del capital de la admisión de la *suscripción incompleta*.

¹⁹ Período de *suscripción pública*, abierto tanto a los accionistas como a los terceros.

CNMV²⁰. La inscripción en el Registro Mercantil debe producirse en el plazo máximo de quince días desde que se presentó la escritura en esta institución²¹, pero siempre y cuando que, para esa fecha, la CNMV haya verificado ya la emisión²².

El acto de inscripción presupone la previa calificación de lo inscrito²³. Esta directriz no dice nada al respecto, pero, al imponer un plazo de quince días para la inscripción de la escritura del acuerdo, tácitamente está exigiendo una consiguiente reducción del plazo para la calificación del Registrador²⁴. No obstante el carácter implícito del tratamiento que esta directriz concede a la calificación del Registrador, en el texto del Protocolo de Acuerdo el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España manifiesta expresamente su propósito de acelerar la gestión de ese acto.

4. En la cuarta directriz se exigen dos actos que no encierran en sí mismos una eficacia jurídica especial, sino que tan sólo son preparatorios de pasos ulteriores del procedimiento. En ella se prevé que, una vez inscrita en el Registro Mercantil la escritura relativa al acuerdo de

²⁰ *Vid.*, con relación a los registros públicos llevados por la CNMV, art. 92 LMV y, por lo que se refiere a la inscripción en esos registros de la emisión de valores, que ahora nos ocupa, art. 7.2 RD 116/1992.

²¹ El artículo 39 del Reglamento del Registro Mercantil regula, con carácter general, cuál es el plazo para la práctica de los asientos y, a este respecto, dispone que las inscripciones se practicarán en un plazo ordinario de quince días, contados desde la fecha del asiento de presentación; pero, junto a aquél, reconoce la posibilidad de que el plazo sea de treinta días, «(s)i concurriese justa causa». El compromiso asumido por el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España supone, por tanto, una renuncia a esta posible prolongación del plazo para la práctica de la inscripción a treinta días.

²² Tanto el plazo mínimo para el ejercicio de la suscripción preferente de acciones como el plazo máximo para que se produzca la inscripción de la escritura en el Registro Mercantil, tienen una duración de quince días. La tercera directriz subraya que esta coincidencia tiene como consecuencia que «el acuerdo de ampliación de capital podría estar inscrito cuando comience el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente y, en todo caso, antes de que finalice este período».

²³ *Vid.* arts. 58 a 65 RRM.

²⁴ Es el artículo 61 del Reglamento del Registro Mercantil el que contempla el plazo para la calificación y dispone que ésta se verificará dentro de los plazos señalados por el artículo 39 del Reglamento del Registro Mercantil para la práctica de los asientos. Por tanto, si el plazo para la práctica de los asientos se ha visto limitado, la misma suerte corre el previsto para la calificación.

aumento, se *deposite copia auténtica de la misma en el SCLV*²⁵ y en la *Sociedad Rectora de la Bolsa* —o de las Bolsas²⁶— en que se solicite la admisión²⁷.

5. La quinta directriz se ocupa del *otorgamiento de la escritura de cierre*, y de su *presentación ante las instituciones que deben conocerla*.

Ese otorgamiento debe realizarse en un *plazo no superior a tres días*, contados desde aquél en que finalice el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción²⁸. Para otorgar la escritura de cierre el emisor

²⁵ Léase Sociedad de Sistemas (*vid.* D.A. decimoséptima LMV).

²⁶ Esta directriz habla de «la Sociedad Rectora de la Bolsa», en singular, sin destacar la posibilidad de que las acciones vayan a ser admitidas a negociación en varias Bolsas —las directrices novena y décima sí hacen mención expresa de esta opción— y, por tanto, tampoco comenta las alternativas que para ese caso ofrece el artículo 7.3 del Real Decreto 116/1992. En este artículo se dispone que si los valores van a ser admitidos a cotización en varias Bolsas y, además, se negociarán a través del Sistema de Interconexión Bursátil —en adelante, SIB—, «el depósito podrá hacerse ante la Sociedad de Bolsas o ante cualquiera de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, acompañando la copia autorizada de copias simples que la entidad que las reciba cotejará y hará llegar a las restantes» —art. 7.3 RD 116/1992—.

²⁷ En un momento más avanzado del proceso, cuando esté inscrita en el Registro Mercantil la escritura de cierre del aumento, el SCLV —léase Sociedad de Sistemas (*vid.* D.A. decimoséptima LMV)— tendrá que dar de alta los valores en el registro contable de anotaciones en cuenta —art. 11 RD 116/1992— y la Sociedad Rectora de la Bolsa tendrá que asignar la titularidad individualizada de las acciones emitidas —art. 27 K del Reglamento de Bolsas de 1967—.

El depósito de la copia auténtica de la escritura del acuerdo de aumento que ahora se efectúa, permite que ambas instituciones vayan adelantando la preparación material de esas actuaciones —*vid.*, con relación a ese doble depósito, art. 7.1 y 3 RD 116/1992—.

²⁸ Entendemos que esta directriz se expresa de modo erróneo, pues afirma que el plazo de tres días se computará desde que finalice el período para el «ejercicio del derecho de suscripción *preferente*, cuando debiera referirse, sin más, al período para la suscripción de las acciones —expresión con la que se alude conjuntamente al plazo para la suscripción preferente y también para la suscripción pública—; pues, de otro modo, estaría sugiriendo que se dé por terminada la ejecución del aumento antes de permitir la suscripción de las acciones por los terceros. En cuanto al carácter erróneo de la expresión utilizada por la directriz, pensemos, además, que hay aumentos de capital de sociedades cotizadas en los que se excluye el derecho de suscripción preferente, a los que, conforme a la letra de esta directriz, les resultaría inaplicable este procedimiento de admisión a negociación en Bolsa.

debe acreditar la suscripción de las acciones con los correspondientes desembolsos²⁹.

Esta directriz contempla que la *escritura de cierre se presente sin dilación*³⁰ en el Registro Mercantil³¹, y que, igualmente, habrá de presentarse una *copia auténtica* de la misma, o testimonio notarial, en el SCLV³² y en la Sociedad Rectora de la Bolsa –o de las Bolsas– en que las acciones vayan a ser admitidas a negociación³³.

6. En la sexta directriz se establece uno más de los plazos que agilizan el procedimiento de admisión de las nuevas acciones a negociación. Se propone que la *escritura de cierre se califique e inscriba por el Registrador Mercantil* en el plazo más breve posible y, salvo que concurren circunstancias especiales que lo impidan, dentro de los *tres días hábiles siguientes al de su presentación*.

7. La séptima directriz anima a que, sin dejar mediar plazo alguno, el *mismo día* en que se inscriba la escritura de cierre del aumento del capital en el Registro Mercantil, el Registrador *lo comunique a la CNMV*, y que ésta, a su vez, transmita de modo inmediato esta circunstancia *al SCLV*³⁴ y a la Bolsa o Bolsas correspondientes.

8. La octava directriz insta a que –con la misma celeridad que se ha recomendado para el trámite anterior–, el *mismo día en que se inscribe en el Registro Mercantil la escritura de cierre* y se producen las

²⁹ Suscripción que, como sabemos, podrá ser parcial –art. 162.2 LSA, modificado por la Ley 37/1998–.

³⁰ Es decir, en ese mismo plazo no superior a tres días, contados desde que finaliza el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción.

³¹ El acto al que se está haciendo referencia es la simple presentación –todavía no se trata de la inscripción–.

³² Léase Sociedad de Sistemas (*vid. D.A. decimoséptima LMV*).

³³ *Vid. art. 7.1 y 3 RD 116/1992*.

Como la copia que se presenta lo es de una escritura de cierre que *todavía no ha sido inscrita* en el Registro Mercantil, al final del procedimiento, la undécima directriz del Anexo del Protocolo de Acuerdo prevé que el emisor entregue en el SCLV –léase Sociedad de Sistemas (*vid. D.A. decimoséptima LMV*)– y en la Sociedad Rectora de la Bolsa –o de las Bolsas– que corresponda «copia auténtica de la escritura de cierre *inscrita en el Registro Mercantil* –el subrayado es nuestro–.

³⁴ Léase Sociedad de Sistemas (*vid. D.A. decimoséptima LMV*).

comunicaciones que acabamos de referir, o, como muy tarde, al día siguiente, el SCLV³⁵ remita a la CNMV las certificaciones relativas al alta de los valores en el registro de anotaciones en cuenta³⁶, y la Sociedad Rectora de cada Bolsa implicada en el proceso comunique, también a la CNMV, la asignación individualizada de los titulares de las acciones.

9. La novena directriz comienza recordando la posibilidad que el régimen vigente ofrece de suprimir un paso en el *iter* de la admisión de valores a negociación. Así se expresa esta directriz: «(e)n aquellos casos en que, de acuerdo con el apartado 3 de la Disposición Adicional primera del Real Decreto 291/1991, de 27 de marzo, sobre emisiones

³⁵ Léase Sociedad de Sistemas (*vid.* D.A. decimoséptima LMV).

³⁶ Esta es la llamada «primera inscripción» de los valores en el registro de anotaciones en cuenta, contemplada en los artículos 8 de la Ley del Mercado de Valores y 11 del Real Decreto 116/1992. Este acto tiene gran significación jurídica, pues, en virtud de la primera inscripción, los «valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales –arts. 8 LMV y 11 RD 116/1992–. Antes de esta primera inscripción en el registro contable los valores ya se han constituido como acciones de sociedad anónima, pero es esta inscripción la que permite que se constituyan como acciones anotadas en cuenta y que, por tanto, puedan someterse a las especificidades del régimen de los valores anotados –*vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, *cit.*, págs. 173 y ss. y, especialmente, 180 y ss.–. Si establecemos un paralelismo entre el régimen de las acciones anotadas y el de las representadas en forma de títulos-valores, la primera inscripción de las anotaciones en cuenta se corresponde con la impresión y entrega de los títulos.

Es importante recordar que el registro contable de valores admitidos a cotización en Bolsa es un registro de doble escalón, integrado por el SCLV y por sus Entidades adheridas –arts. 7.3 LMV y 30 RD 116/1992 (*vid.*, sobre la estructura y funcionamiento del registro de doble escalón de valores admitidos a negociación en Bolsa, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, *cit.*, págs. 96 y ss.)–. Por eso conviene tener presente que, aunque las directrices que comentamos tan sólo aluden de modo expreso al SCLV –léase Sociedad de Sistemas (*vid.* D.A. decimoséptima LMV)–, esta institución debe actuar conjuntamente con sus Entidades adheridas –léase *entidades participantes* en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas (*vid.* art. 44 bis.4 LMV)–, quienes deben sentirse interpeladas a la misma diligencia que se pide observar al SCLV –de hecho, como ya hemos comentado, este Anexo apela en su introducción a estas Entidades, para que contribuyan al cumplimiento de los plazos del procedimiento que el Anexo propone para la admisión a negociación de las nuevas acciones–.

y ofertas públicas de venta de valores, modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificación del régimen jurídico de los mercados de valores, *el folleto de emisión sirva como folleto de admisión*³⁷, *la CNMV no tiene que verificar un nuevo folleto*» –el subrayado es nuestro–.

Llegados a este punto del procedimiento, la entidad emisora ya puede presentar el *expediente de solicitud de admisión a negociación para su verificación por la CNMV*³⁸. La directriz que comentamos hace

³⁷ Lo que a estos efectos exige la Disposición Adicional primera, apartado tres, del Real Decreto 291/1992 es que el folleto de emisión «contenga una previsión sobre la admisión de los valores a negociación en Bolsa». En ese caso –según prescribe la Disposición Adicional primera, apartado tres, del Real Decreto 291/1992– el folleto de emisión servirá para la verificación por la CNMV –esa verificación es contemplada por el artículo 32 de la Ley del Mercado de Valores, modificado por la Ley 37/1998–.

Para que todo ello sea válido, la Disposición Adicional primera, apartado tres, del Real Decreto 291/1992 establece como condición que «la admisión se produzca antes del fin del plazo previsto en el folleto, que en ningún caso podrá exceder de seis meses» –pero, en principio, podemos suponer que la intención de una sociedad emisora que, para agilizar el proceso, ha previsto que su folleto de emisión sirva como folleto de admisión, será que la admisión de los valores a negociación se produzca en un plazo inferior a esos seis meses–.

La Disposición Adicional primera, apartado tres, del Real Decreto 291/1992 termina diciendo, en su segundo párrafo, que «(e)n tales supuestos el folleto y, en su caso, el tríptico se pondrán a disposición del público en el domicilio social de las Bolsas donde los valores vayan a ser admitidos a negociación, además de en los lugares señalados en el artículo 23 de este Real Decreto» –*vid.*, con relación al tríptico, art. 22 RD 291/1992, modificado por RD 2590/1998; en cuanto a los «lugares señalados en el artículo 23» del Real Decreto 291/1992, hemos de observar que ese artículo no hace referencia a *lugar* alguno (ni antes ni después de la modificación ejercida por el Real Decreto 2590/1998) en el que deba ser puesta a disposición esa información, sino que, con carácter general, prescribe que el folleto debe ser «puesto a disposición de las personas interesadas», y que si el emisor «facilita información sobre la colocación de que se trate por medios telemáticos de libre acceso, estará obligado a incluir en éstos la información contenida en el folleto y en el tríptico» (art. 23.1 y 2 RD 291/1992, modificado por RD 2590/1998)–.

³⁸ Esta directriz destaca que las entidades emisoras pueden presentar los expedientes de solicitud de admisión para su verificación por la CNMV no sólo ante ésta, sino también «en las Sociedades Rectoras de las Bolsas donde se solicite la admisión a negociación, de acuerdo con el procedimiento de “ventanilla única” establecido por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y la CNMV».

una enumeración de los documentos que deben obrar en poder de la CNMV para la verificación de la solicitud –en cierta medida esta enumeración es una recapitulación de pasos anteriores del procedimiento, en los cuales se ha dispuesto el modo de que estos documentos lleguen a la CNMV–:

- Solicitud de admisión de los valores a negociación³⁹.
- (Escritura de aumento del capital inscrita en el Registro Mercantil⁴⁰.
- Notificación del Registrador Mercantil de que ha inscrito el cierre⁴¹.
- Certificado del SCLV⁴² de que se ha realizado el alta de los valores en el registro contable y se ha puesto dicha información a disposición de las respectivas Entidades adheridas⁴³.
- Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa que corresponda, haciendo constar que está debidamente documentada la titularidad individualizada de las acciones emitidas⁴⁴.

Si se siguen todas las indicaciones contenidas en el Anexo del Protocolo de Acuerdo –subraya el último párrafo de la novena directriz–, «la CNMV dispondrá de la documentación completa el *mismo día en que se inscriba la escritura de cierre en el Registro Mercantil* o, como muy tarde, *un día después, y verificará la solicitud de admisión el*

³⁹ Vid. art. 32.1, proposiciones primera y segunda, LMV, modificado por la Ley 37/1998.

⁴⁰ La directriz no precisa si se trata de la escritura relativa al *acuerdo* de aumento del capital o si es la escritura de *cierre*. Cabe pensar que se refiere a la *escritura de cierre*, pues ésta es la decisiva a efectos de la admisión de los valores a negociación en Bolsa y su ulterior puesta en circulación.

⁴¹ Vid. directriz séptima del Anexo del Protocolo de Acuerdo, en la que se prevé la realización de esta notificación.

⁴² Léase Sociedad de Sistemas (vid. D.A. decimoséptima LMV).

⁴³ Léase *entidades participantes* en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas (vid. art. 44 bis.4 LMV).

Vid. directriz octava del Anexo del Protocolo de Acuerdo, en la que se prevé la remisión de este certificado del SCLV –léase Sociedad de Sistemas (vid. D.A. decimoséptima LMV)–.

⁴⁴ Vid. directriz octava del Anexo del Protocolo de Acuerdo, en la que se prevé la remisión de este certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa.

mismo día o al día siguiente desde que la documentación esté completa».

10. Con el cumplimiento de los dos trámites previstos en la décima directriz se alcanza la admisión de los valores a negociación en Bolsa. La CNMV comunicará *con la máxima celeridad*⁴⁵ a las Bolsas la verificación que efectúe. Recibida esta verificación, y no existiendo circunstancias excepcionales, las Bolsas *adoptarán el acuerdo de admisión en un plazo no superior a dos días hábiles*.

11. Para finalizar el procedimiento, la undécima directriz contempla varias actuaciones por medio de las cuales el emisor confirma el buen fin de la operación.

Por un lado, la sociedad emisora debe *informar a la CNMV acerca del resultado de la colocación*, para lo cual remitirá a la Comisión los *cuadros de difusión* previstos en el artículo 25.2 el Real Decreto 291/1992, modificado por el Real Decreto 2590/1998.

De otra parte, la emisora debe *entregar en el SCLV*⁴⁶ *y en la Sociedad Rectora de la Bolsa o de las Bolsas* en que haya solicitado la admisión *copia auténtica de la escritura de cierre inscrita en el Registro Mercantil*⁴⁷.

⁴⁵ La décima directriz no establece ningún plazo para esta comunicación. En el texto del Protocolo de Acuerdo tampoco aparece entre los compromisos asumidos por la CNMV un plazo concreto para esta comunicación, sino que la Comisión se propone, con carácter general «(c)omunicar con la máxima celeridad (...) a las Bolsas las informaciones precisas relacionadas con el procedimiento de admisión».

⁴⁶ Léase Sociedad de Sistemas (*vid.* D.A. decimoséptima LMV).

⁴⁷ Esta entrega es necesaria, porque hasta este punto del procedimiento el SCLV –léase Sociedad de Sistemas (*vid.* D.A. decimoséptima LMV)– y la Sociedad Rectora de la Bolsa o Bolsas afectadas contaban con una copia de la escritura de cierre *anterior a la inscripción* en el Registro Mercantil –*vid.* directriz quinta del Anexo del Protocolo de Acuerdo–.

CAPÍTULO VI

**LA NEGOCIABILIDAD DE LAS ACCIONES INTEGRANTES
DEL AUMENTO DEL CAPITAL ANTES DE LA
INSCRIPCIÓN REGISTRAL DE LA EJECUCIÓN
DEL MISMO**

1. La aparente intransmisibilidad de las acciones integrantes del aumento en esta fase del procedimiento

1.1. LAS RAZONES ADUCIDAS PARA FUNDAMENTAR LA PROHIBICIÓN DE ESTA TRANSMISIÓN

En líneas anteriores¹ ya hemos aludido a los motivos que llevaron a recoger en el artículo 14 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 una prohibición de transmitir las acciones de una sociedad anónima mientras que ésta no esté inscrita en el Registro Mercantil. El fundamento principal de aquella prescripción –la *inexistencia de personalidad jurídica* en favor de la sociedad antes de la inscripción registral²– decae cuando nos referimos a la transmisión de acciones integrantes de un aumento del capital.

Existen otras razones –también nos hemos detenido en el comentario de alguna de ellas más arriba³– que permiten entender las reticencias con las que se expresaba la normativa al hablar de estas transmisiones.

Desde nuestro punto de vista, la normativa reguladora de la sociedad anónima, tras la reforma de la Ley 37/1998, ensancha los márgenes del cauce que, con anterioridad a tal reforma, ya existía para hacer

¹ *Vid. supra* IV.2.2.

² *Vid.* la opinión recogida en fechas anteriores a la promulgación de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 en URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho Mercantil*, 13ª ed., Madrid, 1985, pág. 224.

³ *Vid. supra* IV.2.2.

posible la negociación sobre las acciones integrantes de una ampliación del capital, antes de la inscripción registral del aumento. No obstante, por subrayar el innegable carácter problemático que desde el punto de vista jurídico ofrece el tráfico sobre estos bienes, nos parece interesante traer a colación algunas de las lecturas que se han formulado interpretando el carácter restrictivo de las normas reguladoras de esta operación transmisoria:

- Se puede entender que la prohibición de la transmisión de las acciones integrantes de un aumento del capital antes de la inscripción registral de la ejecución del acuerdo de aumento tiene como finalidad *evitar confusiones en perjuicio de terceros*⁴.

(Cabe pensar que con esta prohibición se busca asegurar la *coincidencia entre el suscriptor originario de las acciones y quien ocupe la posición de socio en el momento en que se inscribe el aumento*⁵.

- Otra interpretación lleva a considerar que la prohibición de la transmisión es una *garantía de la obligación de desembolsar el importe de las acciones suscritas*⁶.

- También se ha mantenido que, aunque las acciones existen desde el momento en que se fija el capital de la sociedad⁷ y se divide en un cierto número de acciones –y, por tanto, la inscripción registral no es un hecho relevante para la creación de estos valores–, la transmisión de acciones se prohíbe porque *no constituyen cosas aptas para ser enajenadas*, no son elementos patrimoniales negociables⁸.

⁴ Cfr. CALVO ROJAS, M., «La transmisión de acciones...», *cit.*, págs. 401 y 406.

⁵ Cfr. PERDICES HUETOS, A. B., *Cláusulas restrictivas de la transmisión...*, *cit.*, pág. 326.

⁶ Cfr. GAY DE MONTELLA, *Tratado práctico de sociedades anónimas*, *cit.*, pág. 110.

⁷ O la cantidad en que éste se aumenta.

⁸ Cfr. PÉREZ DE LA CRUZ, A., «La negociación de acciones antes de la inscripción de la Sociedad...», *cit.*, pág. 251.

1.2. LA DESAPARICIÓN DEL TENOR OBSTATIVO DE LAS NORMAS QUE RIGEN LA NEGOCIACIÓN SOBRE LAS ACCIONES INTEGRANTES DEL AUMENTO DEL CAPITAL Y LA PERSISTENCIA DE LAS DIFICULTADES EXISTENTES EN EL TRÁFICO DE ESTOS BIENES

La prohibición de la transmisión de las acciones, que se desprendía de la lectura conjunta de los artículos 62 y 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, desaparece con la redacción dada al artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley 37/1998. El artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas impide la transmisión mientras que no se inscriba en el Registro Mercantil el *acuerdo* de aumento del capital⁹, inscripción que el actual artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas permite realizar al tiempo que se abre el plazo de suscripción del aumento, siempre que se trate de valores de una sociedad cotizada y se cumplan los dos requisitos exigidos por este artículo –autorización o verificación previa de la emisión por la CNMV y que el acuerdo de aumento prevea expresamente la posibilidad de suscripción incompleta–. Ha desaparecido el tenor obstativo, por lo que a la negociación de las acciones se refiere, que parecía estar contenido en el espíritu de estos artículos. Ahora bien, ¿se ha removido realmente la causa que, sin llegar a impedir la, dificultaba la negociación de los valores integrantes de un aumento del capital, mientras que el aumento está siendo tramitado? En nuestra opinión, no; ni parece posible.

De acuerdo con la interpretación del artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas que entendemos más acertada, este precepto declara que las acciones no se pueden transmitir –es decir, que no son susceptibles de tradición o entrega–, porque, al no haberse inscrito el aumento en el Registro Mercantil, los valores todavía no se han constituido –ésa es la causa que dificulta la negociación sobre estos valores–. La inscripción registral que surte efectos constitutivos con relación a las acciones integrantes del aumento no es la inscripción del acuerdo de aumento, sino la inscripción de la ejecución del mismo¹⁰.

⁹ Nada dice acerca de la inscripción de la *ejecución*.

¹⁰ El Registro Mercantil produciría inseguridad en el tráfico si, antes de tener la certeza de la ejecución de un aumento del capital de una sociedad, generase ante los terceros la apariencia de que la nueva cifra de capital ya se ha alcanzado.

Hemos tenido ocasión de ver que un análisis pormenorizado del momento en el cual pueden considerarse constituidas las acciones integrantes de un aumento del capital podría llevarnos muy lejos¹¹. En este lugar nos limitamos a reiterar que, con relación a uno de los hechos que inciden en la creación de las acciones, como es el carácter constitutivo o no que, como regla general, pueda tener la inscripción registral del simple acuerdo de aumento del capital, todavía no ejecutado, nos inclinamos por negar tal carácter constitutivo a esa inscripción –reconociéndolo a favor de la inscripción de la ejecución del aumento– y, en consecuencia –teniendo en cuenta la eficacia *erga omnes* que se puede derivar de la negociación sobre bienes tan singulares–, debe considerarse que las acciones en ese período de tiempo todavía no existen¹².

Por tanto, la redacción del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998, tan sólo ha supuesto un cambio relevante por lo que se refiere a la *tramitación de la admisión de las acciones a negociación en el mercado secundario* –según hemos tenido ocasión de comentar más arriba–. En cambio, con relación a la *negociación de las acciones* objeto del aumento antes de que la ejecu-

¹¹ Recordemos que para algún sector doctrinal es posible diferenciar entre la eficacia –constitutiva– que el simple acuerdo de aumento puede desplegar –incluso antes de su inscripción– en el *plano interno* y en el *plano externo* de la sociedad –*vid. supra* Epígrafe III.4–.

¹² Ya hemos tenido ocasión de comentar el carácter controvertido de la atribución de eficacia constitutiva al simple acuerdo de aumento del capital no ejecutado. Como sabemos, *en repetidas ocasiones la doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado ha defendido la atribución de efectos constitutivos a la inscripción registral de la ejecución del aumento del capital*. Es especialmente representativa la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 18 de mayo de 1998 –*vid. supra*, en nota 109, la relación de Resoluciones que allí recogemos y el breve comentario que de ellas formulamos–.

Contra GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., *La Sociedad de Capital en Formación*, Pamplona, 1996, págs. 124-125, donde, comentando el régimen de la sociedad en formación –aunque haciendo alguna referencia a las posibles analogías con el régimen del aumento del capital (*op. cit.*, pág. 123, nota 259)–, se mantiene la existencia de las acciones antes de la inscripción registral de la ejecución del acuerdo de aumento; *vid.*, en este mismo sentido, MAGARIÑOS BLANCO, V., «Transmisibilidad de las acciones antes de la inscripción de la sociedad o del aumento de capital en el Registro Mercantil», en *AAMN*, 1994, T. XXXIII, pág. 185.

ción del mismo haya sido inscrita, las dificultades siguen siendo las mismas, si bien es verdad que, a la luz del nuevo artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, el enunciado del artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas se puede interpretar más fácilmente en el sentido que venimos defendiendo: como un precepto **permisivo de la negociación de las acciones**, aunque **declarativo de la imposibilidad de tradición de esos valores** mientras que la inscripción de la ejecución del aumento no se haya realizado¹³.

1.3. LAS DISTINTAS VÍAS QUE POSIBILITAN LA NEGOCIACIÓN SOBRE LAS ACCIONES INTEGRANTES DE UN AUMENTO DEL CAPITAL ANTES DE LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL DE LA EJECUCIÓN DEL AUMENTO

El titular del bien jurídico en que se concreta la *posición de suscriptor de las acciones integrantes de un aumento del capital cuya ejecución todavía no se ha inscrito en el Registro Mercantil*¹⁴, puede realizar negocios que tengan por objeto ese bien, aunque deberá tener presente

¹³ En este sentido, aunque comentando el régimen anterior a la Ley 37/1998, *vid.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2342, nota 7, donde se observa que la inscripción registral del aumento del capital es imprescindible para la entrega de los títulos representativos de las acciones —o para la inscripción de las anotaciones en cuenta, podemos añadir—.

¹⁴ *Vid.* CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta...», *cit.*, págs. 792-796, donde se describe la situación que ocupan los suscriptores de acciones antes de que se haya inscrito el aumento. Allí se comenta que el suscriptor, por el mero acto de suscribir, no puede ser considerado socio —aunque previsiblemente devendrá a tal status y se enriquecerá su condición con el transcurso de los acontecimientos—, pero se encuentra revestido de algunos derechos, como el de reclamar la restitución de su aportación, caso de que se demorase la inscripción registral del aumento (art. 162.2 LSA); también tiene derecho a exigir a la sociedad que el acuerdo se formalice y se inscriba en el Registro Mercantil —art. 1279 C. C.—; añade este Autor que, conforme a la tesis de la *escindibilidad*, el suscriptor tiene también derecho de asistencia y voto en la misma asamblea extraordinaria que vaya a decidir un aumento parcial del capital en la cuantía de las suscripciones efectuadas —con relación a la teoría de la *escindibilidad*, *vid.*, citados por este Autor, PESCE, A., «Diritto di voto in pendenza di aumento di capitale», *Riv. Soc.*, 1957, págs. 696 y ss. y GIULIANI, A., «Questioni in tema di opzione e di capitale nella società azionarie», *Riv. Not.*, 1957, págs. 681 y ss.—, *vid.* también DUQUE DOMÍNGUEZ, J., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos sociales (art. 67 LSA)*, Valladolid, 1957, págs. 163 y 164.

que el contrato de compraventa simple no puede ser el cauce al que acuda para esa negociación. Pero hay otras formas alternativas de negociación sobre esas acciones. La *jurisprudencia cambió su orientación* a este respecto y reconoce la posibilidad de enajenar las acciones de una sociedad anónima antes de que se haya efectuado la pertinente inscripción registral¹⁵.

Por lo que a la transmisión de las nuevas acciones se refiere, hay varias fórmulas o modos de proceder que puede seguir el antiguo accionista de la sociedad emisora, antes de que los valores empiecen a ser negociados en el mercado secundario.

Hemos de plantearnos, en primer lugar, incluso la posibilidad de que el antiguo accionista no quiera concurrir a la operación de aumento del capital. Si no se han suprimido los derechos de suscripción preferente, puede vender los que a él le correspondan¹⁶. Es decir, él es titular potencial de la posición de suscriptor de las acciones integrantes del aumento —posición a la que antes nos hemos referido— y puede convertir esa titularidad en objeto de tráfico, en vez de actualizar su condición de suscriptor. Además los derechos de suscripción preferente son un

¹⁵ Vid. STS de 16 de julio de 1992 (RJ 1992, 6624), en la que, resolviendo conforme al régimen de la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951, afirma el Alto Tribunal que el artículo 14 del referido texto normativo prohíbe a los accionistas transmitir «sus acciones mientras la sociedad no esté inscrita en el Registro Mercantil, pero no imposibilita a que previamente, en etapa presocial, se puedan concertar pactos de enajenación de acciones entre los accionistas y terceros».

¹⁶ Vid. CÁBANAS TREJO, R./MACHADO PLAZAS, J., *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., pág. 75; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «La negociación de acciones...», cit., pág. 250; PANTALEÓN PRIETO, F., «Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo (Artículos 66 a 73 de la Ley de Sociedades Anónimas)», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T. IV, Vol. 3, Madrid, 1992, pág. 31; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente...*, cit., pág. 267; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «En torno a la supresión y a la transmisibilidad del derecho de suscripción preferente», en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1993, pág. 361.

producto financiero que puede ser transmitido con gran facilidad en el mercado bursátil¹⁷.

Si, por el contrario, el antiguo accionista acudió al aumento y suscribió nuevas acciones, si después, por cualquier causa, quiere deshacerse de los valores, podrá contactar con un adquirente y concertar con él la enajenación de las acciones. El adquirente podría encontrar diversas razones que le hagan dudar de la seguridad e incluso de la viabilidad de la transacción que pretende realizar, pero existen soluciones en nuestro ordenamiento, que permiten solventar los diferentes problemas que amenacen el éxito de la operación.

Cabría pensar, en primer lugar, que este contrato de transmisión carece de objeto y que, por consiguiente, no puede realizarse, por faltar uno de los elementos esenciales del negocio jurídico. A esta conclusión puede llegarse si se considera que la *inscripción registral de la ejecución del aumento* tiene carácter *constitutivo* y que, como la transmisión se ha realizado antes de dicha inscripción, los valores todavía no existen. Esa dificultad puede salvarse si, admitiendo que es cierto el carácter *constitutivo* de esa inscripción, la transmisión se formaliza como una *compraventa de cosa futura*, pues el artículo 1271 del Código Civil dispone que «pueden ser *objeto de contrato* todas las cosas que no están fuera del comercio de los hombres, aun *las futuras*»¹⁸. Este contrato

¹⁷ El artículo 42 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, regula la transmisión de los derechos de suscripción preferente y dispone, a este respecto, que el «día en que se inicie una ampliación de capital, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores procederá a abonar en las cuentas de las Entidades adheridas los derechos de suscripción preferente que correspondan a cada una de ellas, dirigiéndoles las pertinentes comunicaciones para que, a su vez, practiquen los abonos procedentes» en las cuentas de detalle correspondientes a los titulares de esos derechos de suscripción.

¹⁸ Vid. BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión...*, cit., págs. 58-60, 66 y 69; ALONSO LEDESMA, C., «Sociedad Anónima en formación y prohibición de transmitir acciones antes de la inscripción», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAYERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. II, Vol. 2, Madrid, 1994, pág. 1025; CÁBANAS TREJO, R./MACHADO PLAZAS, J., *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., pág. 75; CALVO ROJAS, M., «La transmisión de acciones...», cit., pág. 406; PERDICES HUETOS, A. B., *Cláusulas restrictivas de la transmisión...*, cit., pág. 322.

genera efectos inmediatos tan sólo de carácter obligacional y, en virtud de ese vínculo al que se someten las partes, cuando los valores se constituyan, el vendedor habrá de cumplir con su deber de entrega—momento en el cual el comprador adquirirá la titularidad dominical sobre los valores (arts. 609 C. C. y 9 LMV)—, y el comprador deberá pagar el precio estipulado¹⁹.

Un segundo riesgo podría consistir en que el aumento no prosperase y se frustrara por suscripción incompleta, pero ese riesgo ha sido despedido por la exigencia del artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998, que impone en todo caso la previsión de suscripción incompleta²⁰.

Un tercer riesgo, consistiría en que los administradores de la sociedad no llegasen a inscribir la ejecución del aumento y entonces las acciones jamás llegarían a constituirse, ni a ser admitidas a cotización, por incumplimiento de los trámites legales previstos. Si las partes intervinientes en la compraventa quieren prever y solventar esta eventualidad, pueden formalizar la transmisión de valores como una *venta o cesión de derechos de suscriptor sometida a la condición resolutoria de que no se inscriba la ejecución del aumento del capital*²¹. Esta misma situación se puede resolver más acertadamente acudiendo a la *compraventa de cosa futura, sometida a la condición suspensiva de que la ejecución del aumento sea inscrita y las acciones sean efectivamente*

¹⁹ Sobre la naturaleza puramente obligacional del contrato de compraventa en nuestro ordenamiento positivo, con comentario de los artículos 609, 1445, 1461 y ss. y 1473 del Código Civil, *vid.* BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión...*, *cit.*, págs. 48-50.

²⁰ *Vid.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., «El acuerdo de aumento...», *cit.*, pág. 2343.

²¹ *Vid.* BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión...*, *cit.*, págs. 63-65. No obstante, esta fórmula presenta algunos inconvenientes, que pueden incidir sobre la eficacia del contrato. En rigor no se trata de una simple cesión de derechos de suscriptor, sino de la cesión de la condición de parte en un contrato, y, además, en un contrato tan complejo como el de sociedad, lo que exigiría para la *plena eficacia* de la cesión el consentimiento de todos los socios restantes (*vid. op. cit.*, págs. 64-65 y 68; *vid.* también CALVO ROJAS, M., «La transmisión de acciones...», *cit.*, pág. 406 y PERDICES HUETOS, A. B., *Cláusulas restrictivas de la transmisión...*, *cit.*, pág. 318) —consentimiento que, en el caso de una sociedad cotizada, resulta implanteable alcanzar—.

*admitidas a cotización*²². De este modo, se prevén los dos riesgos que amenazan el éxito de la transacción y se evitan las consecuencias perjudiciales que pudiesen derivarse de ellos²³.

Sin embargo, esta eventual ausencia de inscripción registral es impensable en una emisión de acciones de una sociedad cotizada. Si una emisora que actúa en los mercados de valores incumple estos deberes mínimos de diligencia echaría por tierra su credibilidad y solvencia y se condenaría al riesgo de que sus nuevas emisiones fuesen rechazadas por el público inversor. Es el propio mercado, y no un dictado imperativo del legislador, el que conduce a los emisores a cumplir con sus deberes. No obstante el legislador no ha querido dejar abierta una fisura por la que se quiebre la seguridad en el tráfico y, en los apartados 4 y 5 del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, modificado por la Ley 37/1998, contempla esta posibilidad²⁴, en principio implantable. Se dispone en los citados apartados que, transcurrido un año desde la

²² Vid. BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión...*, cit., págs. 61-63, donde, sin embargo, la solución que se ofrece es la de *mera compraventa sometida a condición suspensiva* —es decir, los Autores transigen con la posibilidad de que las acciones se describan en el contrato como *cosa presente*, aunque recomiendan que el contrato se concierte sobre *cosa futura*—.

²³ Nos parece importante subrayar que en las distintas fórmulas de negociación que hemos visto, por encontrarse aplazado el momento en el que se alcance la entrega de los valores, también se ha retrasado la exigibilidad del pago del precio. Esto significa que la enajenación de las acciones no permitirá al transmitente obtener **de modo inmediato un mayor grado de liquidez** y no hemos de olvidar que, en muchas ocasiones, lo que movió al transmitente a realizar la operación fue la búsqueda de liquidez.

Acerca de los diferentes intereses que pueden inspirar —e incluso urgir— al transmitente de las acciones integrantes de un aumento del capital antes de la inscripción registral de la ejecución, vid. BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión...*, cit., págs. 14-16; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «La negociación de acciones...», cit., págs. 247-248; PERDICES HUETOS, A. B., *Cláusulas restrictivas de la transmisión...*, cit., págs. 327 y 328; contra SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad anónima «modelo 1998»...*, cit., pág. 159, nota 99.

²⁴ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Aumento y reducción del capital», cit., pág. 379; vid. también, aunque hace referencia directa al régimen anterior a la Ley 37/1998, el comentario conjunto de los artículos 162 de la Ley de Sociedades Anónimas y 78 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada realizado en MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., «Comentario a los artículos 75-78», cit., págs. 787 y 788.

conclusión del período de suscripción sin que se haya presentado a inscripción en el Registro la escritura de ejecución, el Registrador cancelará la inscripción del acuerdo de aumento, remitiendo certificación a la propia sociedad emisora y que ésta deberá restituir las aportaciones a los titulares de las nuevas acciones.

2. La conveniencia de una nueva redacción del artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas

A la vista de las soluciones existentes para posibilitar la negociación de las acciones integrantes de un aumento del capital de una sociedad cotizada antes de la inscripción registral de su ejecución, entendemos que la redacción del artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas podría ser modificada. El texto del precepto debería alertar –como lo hace actualmente– de la imposibilidad de *entregar*²⁵ los valores mientras que la inscripción registral de la ejecución del aumento –o del acto constitutivo de la sociedad, si es el caso– no se haya realizado. Pero, además, la redacción debiera reconocer la posibilidad de enajenar los valores, por medio de pactos o formas negociales que no supongan o no exijan la tradición inmediata de los valores –pudiendo, incluso, ofrecer el texto del artículo alguna de las vías admisibles para esa negociación–²⁶. De este modo, el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas

²⁵ Entrega que, en el caso de las acciones de sociedad cotizada, por estar anotadas en cuenta, se realiza por transferencia contable, que se entenderá cumplida cuando se efectúe la inscripción registral del correspondiente abono en la cuenta de valores del adquirente (arts. 9 LMV y 12 R.D. 116/1992 –*vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, *cit.*, págs. 166 y ss. y 218 y ss.–).

²⁶ La posible minuciosidad de la redacción que proponemos para el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas no sería sino el reflejo de la riqueza y la complejidad de la situación a la que hace referencia.

Una situación de complejidad semejante –que se encuentra en íntima relación con la que estamos comentando– es la regulada por el artículo 56 de la Ley de Sociedades Anónimas –rubricado «Transmisión de acciones»–, y que ha dado lugar a que el legislador haya juzgado conveniente recoger en el texto de ese precepto un amplio repertorio de cauces jurídicos para dar forma a la negociación sobre las acciones: cesión de créditos y demás derechos incorporales, para la transmisión de acciones cuyos títulos no se hayan impreso y entregado –distinguiendo entre la transmisión de acciones al portador y acciones nominativas–; simple tradición del título de la acción, unida a justa causa, cuando se trate de títulos al portador –sujeta a lo dispuesto en el artículo 545

no podría ser interpretado como una norma que prohíbe la enajenación de las acciones, sino como una confirmación del carácter de valores **negociables** que nuestro ordenamiento atribuye a las acciones de sociedad anónima [*vid.* art. 2 LMV, en relación con art. 2.1.a) R.D. 291/1992].

C. de C.-; endoso del documento, cuando se trate de acciones nominativas –aplicando, en la medida en que sean compatibles con la naturaleza del título, los artículos 15, 16, 19 y 20 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaria y del cheque–.

Si el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas adoptase la redacción que sugerimos, estaría ofreciendo una solución que, en primer lugar, ya ha sido practicada en el tráfico jurídico español por los Corredores de Comercio –por ese motivo el entonces Presidente del Consejo General de Corredores de Comercio, don Joaquín MALDONADO, solicitó Dictamen al respecto en 1975 a los Profesores BROSETA y VICENT (cfr. BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión...*, *cit.*, pág. 8)–; en segundo lugar, se trata de una solución que ha sido considerada acertada por un sector de nuestra doctrina mercantil y, en tercer lugar, ha sido confirmada por la jurisprudencia del Tribunal Supremo (*vid.* STS de 16 de julio de 1992, a la que nos hemos referido anteriormente).

ANEXOS

ANEXO I

PROPUESTA PARA LA INTRODUCCIÓN DE UN TÍTULO X EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES, SOBRE ESPECIALIDADES EN MATERIA DE EMISIÓN POR ENTIDADES CON VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN

Presentada por la Comisión Especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero

Madrid, julio de 1998

I. ORIGEN Y FUNCIÓN DE LA COMISION ESPECIAL

I. La constitución de una «Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero» fue acordada por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su reunión del día 12 de noviembre de 1997. Esta iniciativa fue adoptada por la CNMV al amparo de las competencias que le atribuye el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores y, en particular, de la facultad específica que le corresponde para proponer medidas y disposiciones normativas sobre las materias relacionadas con los mercados de valores.

Dicho acuerdo, además de determinar que la Comisión especial estaría compuesta por un Presidente y por cuatro Vocales, delegó en el Presidente de la CNMV la facultad de de-

signar a los miembros que habían de integrarla, entre «personas de acreditada competencia y prestigio en el campo de la Universidad y la Administración». De acuerdo con esta habilitación, y con fecha de 24 de noviembre de 1997, el Presidente de la CNMV designó como Presidente de la citada Comisión especial a Don Javier García de Enterría y Lorenzo-Velázquez (Catedrático de Derecho Mercantil), y como Vocales a Don Antonio Font Ribas (Catedrático de Derecho Mercantil), a Don Jesús Alfaro Águila-Real (Catedrático de Derecho Mercantil), a Don José Ramón del Caño Palop (Jefe del Servicio Jurídico del Banco de España) y a Don Rafael Mínguez Prieto (Subdirector General de Legislación y Política Financiera de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía Hacienda). Además, Don Francisco Hernández Rodríguez, Subdirector de los Servicios jurídicos de la CNMV, fue designado como Secretario de la Comisión especial.

II. Algunos aspectos relativos al método de trabajo de la Comisión especial venían ya predeterminados en su acuerdo de creación. Éste dispuso,

en efecto, que la Comisión especial, para la elaboración de la presente propuesta de reforma legislativa, había de realizar una consulta selectiva entre personas de reconocido prestigio del ámbito de la Universidad, de la Administración y de las entidades involucradas en los mercados de valores. De acuerdo con esta pauta, la Comisión especial ha llevado a cabo un extenso y dilatado proceso de consulta, que se ha extendido a aquellos colectivos o grupos de operadores de los que cabía presumir, por su participación directa en los procesos de emisiones, un mayor conocimiento práctico de las materias que estaban siendo objeto de estudio (emisores, asesores legales, bancos de negocios, notarios, registradores, etc.). Este proceso, que contó por lo general con la generosa colaboración de los distintos operadores requeridos para ello, resultó sumamente fructífero para el más íntegro conocimiento de las prácticas del mercado y para diagnosticar los principales problemas con que se enfrentan, por causa del vigente marco normativo, las sociedades cotizadas que realizan o proyectan emisiones de valores. Estas consultas sirvieron igualmente para discutir y reflexionar sobre eventuales líneas de reforma que convendría explorar y para contrastar la validez y el fundamento de algunas posibles soluciones normativas.

Simultáneamente, la Comisión especial procedió a la recopilación y análisis de numerosos materiales económicos y normativos atinentes a las emisiones de valores, tanto de nuestro país como de los principales merca-

dos extranjeros. A través de esta documentación, la Comisión especial ha procedido al estudio de la normativa de los países más significados en este terreno, en atención al desarrollo y la importancia económica de sus mercados de valores y a su experiencia y cualificación normativa en el ámbito financiero. Igualmente, esta documentación ha servido para conocer la práctica ofrecida en materia de emisión de valores por los mercados más desarrollados, en aquellos aspectos en que la ausencia de normativa o la propia laxitud legal, permiten un amplio margen de actuación a las sociedades emisoras y en los que por tanto tienden a predominar fórmulas de carácter eminentemente contractual.

Una vez identificadas las cuestiones que resultaban más apremiantes en un eventual proceso de reforma legislativa sobre el régimen de emisión de valores de las sociedades cotizadas, la Comisión especial procedió a la realización y distribución de un cuestionario sobre las materias que estaban siendo objeto de análisis. Este cuestionario fue remitido a numerosos operadores económicos, organizaciones profesionales, agentes e instituciones del mercado de valores, colegios profesionales, entidades académicas y otra serie de instancias —tanto públicas como privadas— que por su proximidad al mercado financiero o por su familiaridad con las operaciones de emisiones de valores pudiese contribuir con sus opiniones a un conocimiento más profundo de las cuestiones analizadas. De hecho, el procesamiento y análisis de las numerosas respuestas recibidas ha resultado in-

mensamente útil para identificar los problemas sobre los que debía centrarse la atención de esta Comisión especial, dada la insistencia de la mayoría de las opiniones recibidas en un conjunto parecido de cuestiones legales, así como para valorar la acogida que podían merecer posibles soluciones normativas entre los operadores del mercado que están más involucrados con las materias objeto de la reforma.

Además, el propósito que en todo momento ha animado a la Comisión especial de proponer una reforma legislativa realista, asumible por los mercados y de fácil encaje con los principios normativos más tradicionales de nuestra legislación, sin más innovaciones que las estrictamente imprescindibles y con exclusión de cualquier indicación que pudiese resultar especialmente original o novedosa, ha facilitado la obtención de una adhesión muy significativa a la presente propuesta por parte de todas las personas cercanas al funcionamiento y a la realidad de los modernos mercados de valores. A ello ha contribuido también la naturaleza misma del mandato conferido a la Comisión especial, consistente en dar respuesta legal a un conjunto recurrente de problemas prácticos que arroja la experiencia española en materia de emisión de valores pero no, en modo alguno, en ofrecer un nuevo modelo ideal o teórico de regulación normativa en este terreno.

Por último, el texto de la reforma fue sometido a informe de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, de acuerdo

con un procedimiento previamente acordado. Este informe vino a cuestionar en esencia el propósito flexibilizador que anima a la presente propuesta, desaconsejando la introducción de algunas de las medidas incluidas y proponiendo la generalización de otras a todas las sociedades. Algunas sugerencias de dicho informe han sido incorporadas a la propuesta de reforma legislativa que aquí se contiene, aunque la insistencia del mismo en un modelo normativo que ha penalizado los procesos de emisiones en nuestro mercado y que ha sido objeto de críticas generalizadas por la mayoría de las personas e instituciones consultadas por esta Comisión especial ha determinado que muchas de sus propuestas no hayan podido ser finalmente asumidas.

III. Por lo demás, debe destacarse que la constitución de comisiones de expertos para el análisis y la propuesta de reformas legislativas en relación al Derecho mercantil financiero, que puede resultar relativamente novedosa en la experiencia española, es un procedimiento que goza de una consolidada tradición en otros países europeos (como el Reino Unido o Francia). Y es que en un ámbito tan sensible como éste, en el que la falta de acomodación de las normas legales a la realidad subyacente puede comportar un considerable coste económico y en el que ineludiblemente ha de partirse de un profundo conocimiento de las prácticas del mercado, este procedimiento puede facilitar una agilidad y ductilidad, además de una especialización, que probablemente

no ofrezcan los mecanismos legislativos ordinarios.

IV. Con todo, y en último término, es claro que la validez y consistencia de la presente propuesta de modificación legislativa ha de valorarse por sí misma y por su aptitud intrínseca para solventar o mitigar algunos de los problemas más acuciantes con que se enfrentan las sociedades bursátiles en los procesos de emisión de valores y, de esta forma, en sus vías de financiación. La gravedad de estos problemas, y el notable riesgo de que su persistencia acabe retrayendo las posibilidades de desarrollo del mercado primario de emisiones y, con ello, del propio mercado de valores español, obligan a buscar una respuesta a estas disfunciones a partir de la consideración de la moderna realidad económica de los mercados financieros.

II. JUSTIFICACIÓN DE LA PROPUESTA

I. La reforma propuesta trata de adaptar las normas sustantivas o materiales sobre emisión de valores que rigen para las sociedades cotizadas a las características y pautas de funcionamiento de los modernos mercados de valores, al objeto de superar ciertas disfunciones normativas que actualmente lastran gravemente el mercado primario de emisiones. La inadaptación del régimen societario común sobre emisión de valores a las sociedades que cotizan en Bolsa ha generado numerosos problemas económicos, que están originando un notable riesgo de deslocalización de emisiones por parte de las sociedades espa-

ñolas y que comprometen por ello las posibilidades de desarrollo, y hasta de supervivencia, de nuestro mercado de valores. La fulgurante expansión de este mercado en los últimos años, además, obliga a replantearse el significado y fundamento de ciertas normas sustantivas que entorpecen gravemente las emisiones de valores y que dificultan así las posibilidades mismas de las grandes empresas de obtener financiación mediante la apelación al ahorro público.

Por lo demás, la reforma en ciernes de los procedimientos de emisión, que en gran medida debiera servir para simplificar y flexibilizar ciertos requisitos especialmente gravosos e innecesarios exigidos a las sociedades en las emisiones de valores, ilustra también la conveniencia de reformular para las sociedades cotizadas aquellas normas materiales que comportan distorsiones mucho más graves en este ámbito y que presentan por tanto una trascendencia económica muy superior. La agilización de los procedimientos de emisión puede resultar en cierta forma irrelevante, o no alcanzar todos los resultados perseguidos, cuando la propia decisión de emisión se ve comprometida por la aplicación a los emisores de ciertas normas societarias que lastran gravemente la conveniencia y la posibilidad misma de las sociedades de financiarse en los mercados de valores. De hecho, la rigidez del Derecho societario en materia de emisión de valores y su absoluta falta de consideración a las especialidades de funcionamiento de las sociedades cotizadas ha producido la práctica desaparición en nuestro

mercado de numerosos productos e instrumentos tradicionales en favor de otros tipos de valores, que han tenido que desarrollarse en un entorno jurídico desregulado y bajo un marco de notable inseguridad jurídica.

Desde esta perspectiva, la reforma propuesta aspira a equiparar y a homologar nuestro ordenamiento con el de los países de la Unión Europea, para garantizar que las decisiones de emisión se rijan por una lógica predominantemente económica y no por eventuales fenómenos de arbitraje normativo. De hecho, en las materias que han sido objeto de armonización comunitaria, la reforma propuesta se limita en esencia a trasladar a nuestro Derecho figuras o posibilidades que se recogen expresamente en las Directivas europeas, y que hasta ahora habían sido indebidamente desaprovechadas. Con carácter general, se ha prestado también especial atención a la experiencia normativa de los países con mayor tradición y experiencia en la ordenación de los mercados de valores, para asentar la presente reforma sobre bases sólidas y conocidas.

Al propio tiempo, la reforma se justifica también por una marcada finalidad de protección de los inversores, en la confianza de que ésta ha de conseguirse antes que nada mejorando la eficiencia y la competitividad del mercado de valores español. La reforma incluye así ciertas normas tuitivas de carácter sustantivo, que aspiran a corregir prácticas incorrectas que ahora no resultan infrecuentes. Pero es que además, la protección más efectiva de los inversores ha de resultar de la promoción del mercado pri-

mario de emisiones y de su sometimiento a un marco jurídico moderno y adecuado, que evite que la financiación de las empresas se produzca en entornos desregulados ajenos a cualquier intervención legislativa.

II. La reforma propuesta se ocupa, en primer lugar, del ámbito de aplicación de la nueva normativa, refiriéndolo a las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores. En relación a las sociedades cotizadas, en efecto, donde se plantea la necesidad de establecer una regulación especial sobre emisión de valores, por la necesidad de amoldar el régimen común o general a la realidad económica de los modernos mercados de valores y de armonizarlo con los mecanismos e instrumentos de tutela de los inversores que con carácter general predispone la normativa aplicable a estos mercados. De hecho, la previsión de un régimen especial para las sociedades bursátiles, y la consiguiente sumisión de éstas a un conjunto de especialidades que no rigen para las sociedades que no operan en los mercados de valores, es una constante en el Derecho comparado, por las graves rigideces que comporta el establecimiento de un régimen unitario y totalizador aplicable a realidades económicas claramente diferenciadas. Resulta especialmente significativa a este respecto la reciente promulgación en Italia de un «Texto único de las disposiciones en materia de intermediación financiera», texto que incluye, junto a la regulación de los mercados y de sus intermediarios, una disciplina especial de carácter sustantivo o so-

cietario para las sociedades anónimas cotizadas.

En este sentido, la presente propuesta se limita a prever un conjunto de especialidades en materia de emisión de valores para las sociedades cotizadas, que lógicamente han de integrarse dentro del marco orgánico proporcionado por la normativa societaria general. Hay normas, incluso, que carecen propiamente de efectos innovadores y que se limitan a clarificar cuestiones que en la actualidad pueden resultar dudosas o inseguras, con la finalidad de disipar posibles incertidumbres jurídicas en las materias reguladas.

III. Como primera norma sustantiva, la reforma incluye una nueva disciplina de las acciones privilegiadas o preferentes, con el ánimo de que las emisiones de estos valores puedan realizarse de acuerdo con las pautas y características que ofrecer los mercados más desarrollados. Basta con contrastar la caracterización habitual de estas acciones en los principales mercados y la propia utilización que de ellas realizan numerosos emisores españoles a través de filiales extranjeras, para advertir cómo los elementos que normalmente definen a estos valores, y sobre los que en gran medida reposa su atractivo financiero, encuentran obstáculos prácticamente insalvables en la legislación española (ausencia de derecho de voto y de derecho de suscripción preferente, carácter no obligatorio ni acumulativo del dividendo preferente, carácter rescatable, etc.). Resulta especialmente indicativo el ejemplo de las acciones sin voto introducidas con la reforma

del Derecho de sociedades de 1989, que no ha encontrado aplicación alguna y que ejemplifica mejor que cualquier otro la suerte reservada por los mercados a los modelos regulatorios diseñados con criterios dogmáticos y sin atender a la realidad económica subyacente.

Desde esta perspectiva, el nuevo régimen trata de permitir la emisión de valores que se adapten a la combinación de riesgo/rentabilidad deseada por los distintos grupos de inversores y que en cada momento esté dispuesto a asumir el mercado. Por ello, en lugar de establecer imperativamente el contenido del privilegio, algo que resultaría inadecuado desde la perspectiva de la flexibilidad financiera que ha de reconocerse a las sociedades cotizadas, se ha optado por que sea la sociedad emisora la que pueda determinar el régimen de derechos de estas acciones en el momento de la emisión, para adaptarse así a la situación del mercado y a las preferencias de los eventuales suscriptores o del círculo de inversores al que se dirija la emisión (con el único límite de la preferencia frente a los accionistas ordinarios en cuanto al pago de dividendos). En realidad, el hecho de que las acciones preferentes o privilegiadas puedan carecer de derecho de voto o del derecho de suscripción preferente, o su configuración misma como acciones rescatables, son posibilidades que contempla expresamente el Derecho comunitario y que el legislador español había desaprovechado hasta el momento.

Al propio tiempo, se ha considerado oportuno permitir la emisión de

acciones privilegiadas a través de la figura del capital autorizado, cuando medie pues la oportuna delegación de la junta general. Se permite así que las sociedades cotizadas puedan aprovechar oportunidades de emisión sin necesidad de tener que convocar una junta general, salvaguardando al propio tiempo los intereses de los accionistas a través de su participación en el acuerdo de delegación.

IV. La reforma propuesta incluye también un régimen especial en relación a la inscripción de las operaciones de aumento de capital en el Registro mercantil, con la finalidad de facilitar la rápida admisión a negociación de las nuevas acciones. Bajo el régimen actual, la inscripción sólo es posible tras el cierre del período de suscripción, por la necesidad de inscribir simultáneamente el acuerdo de aumento y la ejecución del mismo. Y esta inscripción tardía, al margen de generar una notable inseguridad, jurídica (por la habitual negociación de los derechos de suscripción en un momento en que la ampliación no ha sido objeto de inscripción alguna, y en el que ésta podría incluso no producirse), comporta también un importante retraso en cuanto al cumplimiento de los trámites necesarios para la admisión a cotización de las nuevas acciones. Ello introduce un factor de iliquidez que perjudica gravemente a los inversores, que no pueden disponer de los valores suscritos durante un largo período de tiempo.

En este sentido, el nuevo régimen pretende agilizar este procedimiento y armonizarlo con los trámites de verificación que corresponden a la Comi-

sión Nacional del Mercado de Valores, permitiendo la inscripción del acuerdo de aumento de forma previa o simultánea a la apertura o al desarrollo del período de suscripción. De esta forma, al margen de adelantarse en el tiempo la calificación registral de la operación, lo que obviamente ha de comportar una mayor seguridad jurídica, se reducen los trámites precisos para obtener la negociación de las nuevas acciones y, en consecuencia, el período de iliquidez que actualmente han de soportar los suscriptores.

Aprovechando también que los valores cotizados en Bolsa han de representarse necesariamente mediante anotaciones en cuenta, se prevé que sea el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (y no el emisor, como ahora ocurre) quien acredite si la ampliación ha sido o no realizada de acuerdo con las condiciones de la emisión, a efectos de la inscripción de la ejecución en el Registro Mercantil. Y es que la ejecución de un aumento de capital es una «circunstancia de hecho»; sobre la que no recae propiamente labor calificadora alguna, que resulta plenamente acreditada por la inscripción de los nuevos valores en el registro contable propio de las anotaciones en cuenta. En todo caso, de esta inscripción depende que la sociedad emisora pueda hacer figurar la nueva cifra de su capital social en toda su documentación y correspondencia, pues sólo en dicho momento puede tenerse el aumento por ejecutado.

Por lo demás, y dado que los mismos problemas de iliquidez se susci-

tan en relación a las obligaciones convertibles en acciones y demás valores que incorporan un derecho de suscripción de acciones, se ha considerado oportuno extender el mismo régimen a la emisión de estos valores.

V. La regulación propuesta también procura adaptar la disciplina del derecho de suscripción preferente en las emisiones de acciones y de obligaciones convertibles a las características funcionales de las sociedades cotizadas.

De un lado, se reduce el plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente hasta los catorce días, de acuerdo con la previsión contenida en la segunda Directiva comunitaria. El plazo de un mes que con carácter general establece la Ley de sociedades anónimas, que puede encontrar justificación para las sociedades cerradas, resulta absolutamente desproporcionado en relación a las sociedades cotizadas. Al margen de que las colocaciones suelen completarse en plazos muy inferiores, por la publicidad y los instrumentos informativos que caracterizan al mercado de valores, en la actualidad las sociedades bursátiles se ven forzadas a emitir las nuevas acciones a unos precios muy alejados de los de mercado por la necesidad de descontar las posibles fluctuaciones de las cotizaciones durante el período de suscripción, algo que penaliza claramente los procesos de captación de recursos propios. Se añade a ello que el nuevo plazo de catorce días tiene carácter mínimo, por lo que siempre cabe prever plazos superiores.

De otro lado, y partiendo de la distinta posición económica ocupada por los accionistas según que la sociedad a la que pertenecen cotice o no en bolsa, se flexibiliza el régimen relativo a la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente, de acuerdo también con las previsiones expresas de la segunda Directiva comunitaria. En la actualidad la exclusión de este derecho está sometida a unos requisitos sumamente rígidos y constringentes que, estando seguramente justificados en relación a las sociedades de carácter cerrado, resultan inadecuados para las sociedades que operan en los mercados de valores, en las que existe una valoración económica de las acciones por parte del mercado y en las que los accionistas pueden reconstruir o incrementar libremente su participación social. En este sentido, se excluye el requisito (que no impone el Derecho comunitario) relativo a que el interés social «exija» dicha supresión, con la finalidad de permitir que las sociedades cotizadas puedan aprovechar oportunidades de mercado que resulten convenientes, se excluye la necesidad de emitir las nuevas acciones por su valor real (algo que tampoco viene contemplado por las Directivas europeas), siempre que se justifique el precio de emisión, toda vez que las nuevas acciones, para resultar atractivas y poder ser colocadas, han de ofrecer necesariamente un descuento sobre la cotización; y, en fin, se elimina la exigencia de indicar «las personas» a las que van destinadas las nuevas acciones, que sencillamente resulta inviable en numerosas opera-

ciones en las que se justifica la supresión del derecho de suscripción preferente (cotización en un mercado extranjero, adquisición de empresas, etc.).

Al propio tiempo, y recogiendo también una posibilidad expresamente prevista por la segunda Directiva comunitaria, se permite que la decisión sobre la exclusión de este derecho sea objeto de delegación en el órgano de administración. Se garantiza así, una mayor agilidad y ductilidad de las sociedades frente a oportunidades de inversión que puedan ser anticipadas o previstas por los administradores, sin afectar por ello a los legítimos intereses de los accionistas que, lógicamente, han de valorar la conveniencia de esta habilitación en la junta que adopte el correspondiente acuerdo de delegación.

Por lo demás, y aunque se trate de una cuestión que debería entenderse resuelta ya bajo el actual régimen legal, se ha optado por unificar expresamente el régimen sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en relación a las acciones y a las obligaciones convertibles, para lograr así una mayor seguridad jurídica.

VI. Otra materia a la que se extiende la propuesta de reforma es la relativa a las obligaciones, actualmente sometidas a una regulación anacrónica que carece de la más mínima correspondencia con la realidad y el funcionamiento del mercado. Pero aunque la inadecuación del actual régimen jurídico de las obligaciones tenga un alcance general, el contenido de la presente propuesta y su limitado

propósito de remover obstáculos sustantivos a las posibilidades de financiación a través de los mercados de valores han aconsejado limitar el alcance de la reforma a las sociedades cotizadas y, adicionalmente, a las entidades de crédito que no revistan la forma de sociedad anónima. Por ello, aunque cabe cuestionarse que la emisión de obligaciones tenga que estar sometida a normativa alguna de carácter sustantivo, al tratarse de valores que encubren una simple operación de endeudamiento que no incide en absoluto sobre los aspectos corporativos o estructurales del emisor y que debería regirse como tal por mecanismos predominantemente contractuales, se ha optado por prever un limitado conjunto de especialidades en aquellos aspectos de la actual ordenación jurídica que resultan más perturbadores.

En este sentido, se suprimen los actuales límites de emisión y las formalidades exigidas para la realización de un empréstito, que no rigen en absoluto para ninguna otra forma equivalente de endeudamiento de una empresa y que penalizan así, por razones meramente formales, las posibilidades de financiación a través de los mercados de valores. De un lado, la competencia para la emisión de obligaciones se atribuye a los administradores, salvo que los estatutos dispongan lo contrario, al insertarse la política de endeudamiento en la esfera ordinaria de competencias sobre gestión y administración de la empresa. De otro lado, se elimina el tradicional límite de emisión de las sociedades anónimas, que penaliza injustificadamente a los empréstitos obligacionarios

frente a formas alternativas de financiación y que de hecho origina delicados problemas en materia de prelación de créditos, por la actual posibilidad de superar dicho límite mediante obligaciones garantizadas que se anteponen así a las obligaciones ordinarias anteriores. Y, en fin, se suprime la exigencia de otorgamiento de la emisión en escritura pública y de la inscripción en el Registro Mercantil, por la prevalencia que ha de corresponder en estas operaciones a los mecanismos informativos ordinarios de los mercados de valores y por la falta de conexión de lo que es una operación económica de endeudamiento con el significado y los efectos propios de la publicidad registral.

Además, la constitución del sindicato de obligacionistas y la designación del comisario se configuran en términos meramente potestativos. La realidad financiera muestra de forma contundente que las figuras del sindicato y del comisario carecen de cualquier efectividad como mecanismo de tutela de los obligacionistas y que, antes bien, pueden ser fácilmente instrumentalizados por la sociedad emisora para imponer acuerdos en su exclusivo provecho. Por esta razón, y considerando también el papel preponderante que ocupan los inversores profesionales en el mercado de obligaciones, se ha optado por eliminar la obligatoriedad legal del sindicato como institución permanente y por buscar la protección de los obligacionistas a través de un mecanismo protector de mucho mayor alcance práctico, como es el de limitar las posibilidades del emisor de alterar las

condiciones básicas del empréstito si no es con la adhesión de una parte significativa de las obligaciones en circulación. Al propio tiempo, y recogiendo un mecanismo habitual en los mercados más desarrollados, se prevé la posibilidad de que el emisor confíe a una entidad de crédito o sociedad o agencia de valores labores de tutela de los obligacionistas, con el ánimo de permitir que sea el propio mercado el que vaya recogiendo y regulando las fórmulas que puedan resultar más convenientes en cada caso.

VII. Por último, la reforma propuesta procura resolver los graves problemas de disciplina normativa con que actualmente se enfrentan las obligaciones convertibles en acciones, y que han provocado una importante contracción en la emisión de estos valores. Básicamente, se distingue la regulación de las obligaciones convertibles en función de que la relación de conversión sea fija o variable, al tratarse de un dato estructural esencial que afecta profundamente a la caracterización económica de las obligaciones y que suscita, en consecuencia, necesidades diferenciadas de ordenación jurídica. La defectuosa percepción de este problema y el consiguiente sometimiento de las obligaciones convertibles a una disciplina unitaria, desvinculada del sustrato económico de la operación, ha comportado de hecho numerosas distorsiones y una grave inseguridad jurídica, que ha acabado afectando en último término a la difusión misma de estos valores en nuestro mercado.

Se permite igualmente la posibilidad de emitir las obligaciones conver-

tibles bajo la par, preservando siempre la integridad del capital social mediante la exigencia de que el valor nominal de las acciones emitidas en sede de conversión no sea inferior en ningún caso al precio de emisión de las obligaciones, a la vez que se clarifica la posibilidad de delegar la decisión sobre la emisión de estos valores en el órgano de administración, de acuerdo con el mandato expreso de la segunda Directiva comunitaria.

Además, se consagra expresamente la validez de las conocidas como obligaciones canjeables, que reconocen el derecho a canjear las obligaciones por acciones ya emitidas. Y es que estas obligaciones, a pesar de gozar de gran tradición en nuestra práctica financiera, se han visto profundamente afectadas por una grave situación de indefinición jurídica que de hecho ha comprometido su propia existencia.

III. PROPUESTA

LEY DEL MERCADO DE VALORES

TÍTULO X

Especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación

Artículo 111.

Las normas del presente título serán de aplicación a las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores.

Artículo 112.

1. Las sociedades podrán emitir acciones privilegiadas que confieran cualquier tipo de preferencia o de privilegio económico frente a las ordinarias.

Cuando las acciones privilegiadas resulten de la conversión de acciones ordinarias, la posibilidad de conversión deberá ofrecerse a todos los accionistas. Podrá preverse también la conversión de las acciones privilegiadas en acciones ordinarias o en acciones de otra clase, bajo condiciones y modalidades que habrán de determinarse en los estatutos.

2. Deberá determinarse estatutariamente la naturaleza y el contenido del privilegio, así como las condiciones y los límites para su ejercicio. En particular, cuando las acciones privilegiadas otorguen derecho a un dividendo preferente, deberá determinarse si éste tiene o no carácter obligatorio en caso de existencia de beneficios distribuibles, las consecuencias de su falta de abono total o parcial, así como su eventual compatibilidad con los dividendos que puedan corresponder a las acciones ordinarias.

Las acciones privilegiadas podrán reconocer un dividendo en forma de porcentaje o interés, que sólo podrá hacerse efectivo con cargo a beneficios o reservas de libre disposición.

En todo caso, las acciones ordinarias no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio o a reservas disponibles mientras no haya sido satisfecho el dividendo correspondiente al mismo ejercicio de las acciones privilegiadas.

3. Salvo disposición contraria de los estatutos, las acciones privilegiadas tendrán preferencia sobre las ordinarias en caso de liquidación de la sociedad en relación al reembolso del valor desembolsado, así como el derecho a no verse afectadas por la reducción del capital por pérdidas salvo que dicha reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

4. Las acciones privilegiadas otorgarán el derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones y de obligaciones convertibles en acciones, salvo disposición contraria de los estatutos. El derecho de suscripción preferente podrá limitarse, en su caso, a las emisiones de nuevas acciones privilegiadas o de acciones de una clase determinada.

5. Las acciones privilegiadas podrán carecer de derecho de voto, en cuyo caso sólo podrán emitirse por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado. El régimen de estas acciones será el que determinen los estatutos sociales, de acuerdo con lo dispuesto en este artículo, y, a falta de previsión estatutaria, el contenido en los artículos 91 y 92 de la Ley de Sociedades Anónimas.

6. Las acciones privilegiadas podrán ser rescatables, en cuyo caso darán derecho a sus titulares o a la sociedad a su amortización en el plazo y condiciones que se establezcan en el momento de la emisión. Para su rescate las acciones deberán hallarse íntegramente desembolsadas.

Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no po-

drá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión.

No serán aplicables las normas contenidas en los artículos 163 a 170 de la Ley de Sociedades Anónimas a la reducción de capital que resulte de la amortización de las acciones, siempre que el rescate se realice con cargo a reservas o a beneficios libres y se constituya la reserva a que se refiere el artículo 167.3º de dicha Ley. Esta reserva, de la que sólo podrá disponerse con los requisitos exigidos para la reducción del capital social, podrá utilizarse para la realización de un aumento de capital.

7. La Junta general podrá delegar en el órgano de administración la decisión sobre la emisión de acciones privilegiadas, conforme a lo establecido en el artículo 153 de la Ley de Sociedades Anónimas. En este caso, la Junta general deberá fijar la naturaleza y el contenido básico de los derechos que se atribuyan a las acciones privilegiadas.

Artículo 113.

1. La sociedad podrá solicitar la inscripción del acuerdo de aumento del capital social en el Registro Mercantil, de forma previa o simultánea a la apertura del período de suscripción, una vez que la emisión haya sido verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dicha inscripción deberá practicarse, de no mediar defectos, dentro del plazo máximo de diez días. Reglamentariamente podrá fijarse un plazo inferior.

2. Una vez inscrito el acuerdo de aumento del capital social en el Registro Mercantil y concluido el período de suscripción, la sociedad podrá solicitar la admisión a negociación de las nuevas acciones cuando éstas hayan sido inscritas por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

A estos efectos, deberá presentarse ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores la escritura pública relativa al acuerdo de aumento del capital inscrita en el Registro Mercantil y acreditarse, por la sociedad o por las entidades que hayan participado en la colocación, el número de valores suscritos y su desembolso.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores expedirá una certificación acreditativa del número de valores inscritos, que será título suficiente para hacer constar en el Registro Mercantil el importe efectivo del aumento y la nueva cifra del capital social.

Sólo a partir de esta constancia registral podrá la sociedad hacer figurar la nueva cifra del capital social en toda su documentación, correspondencia y anuncios.

3. Si transcurridos seis meses desde la apertura del período de suscripción no se hubiera presentado en el Registro Mercantil la certificación expedida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, podrá cancelarse la inscripción del acuerdo de aumento del capital, de oficio o a instancia de cualquier interesado, previa comprobación de su

inejecución. En este caso, los suscriptores o los titulares de las acciones podrán ejercitar el derecho de restitución reconocido por el artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

4. El mismo régimen será aplicable a la emisión de obligaciones convertibles en acciones o de cualquier otro valor que incorpore un derecho de conversión o de suscripción de acciones.

Artículo 114.

1. El plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones será de catorce días.

2. La exclusión total o parcial del derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones u obligaciones convertibles podrá realizarse de acuerdo con las siguientes reglas:

a) El derecho de suscripción preferente podrá ser excluido cuando se justifique razonablemente la conveniencia económica o jurídica de la operación para la sociedad y se indique el destino de los nuevos valores.

b) La sociedad podrá emitir las nuevas acciones u obligaciones convertibles a cualquier precio. El precio de emisión, que en ningún caso podrá ser inferior al valor nominal de las acciones, deberá justificarse en los informes previstos en la letra b del apartado 1 del artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas.

c) La junta general podrá atribuir al órgano de administración la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación a las emi-

siones de acciones o de obligaciones convertibles que sean objeto de delegación, siempre que se justifiquen razonablemente los motivos de dicha atribución. Los administradores que ejerciten esta facultad delegada deberán cumplir los requisitos previstos en este número e informar en la primera junta general que se reúna sobre los motivos de la exclusión y la justificación del precio de emisión de las nuevas acciones u obligaciones convertibles.

d) Cuando la sociedad tenga emitidas obligaciones convertibles con relación de conversión fija y sus tenedores se vean afectados por la exclusión del derecho de suscripción preferente, deberá preverse una fórmula de ajuste de dicha relación que permita compensar la eventual dilución del derecho de conversión.

Artículo 115.

1. La emisión de obligaciones u otros valores negociables que reconozcan o creen una deuda y que estén destinados a negociarse en un mercado secundario oficial se regirá por las reglas contenidas en los siguientes apartados. El mismo régimen será de aplicación a las emisiones que cumplan la condición anterior y que sean realizadas por cualquier entidad de crédito, sin perjuicio de lo que resulte de su respectivo estatuto jurídico.

2. Las sociedades podrán emitir obligaciones, sin sujeción al límite de emisión previsto en el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas.

3. La competencia para la emisión de obligaciones corresponderá al

órgano de administración, salvo disposición contraria de los estatutos.

Cuando los estatutos atribuyan la competencia a la junta general, ésta podrá delegar la decisión sobre la emisión en el órgano de administración. La delegación habrá de realizarse por un importe máximo determinado y su plazo de duración no podrá exceder de cinco años.

El mismo régimen será aplicable a cualquier otro valor negociable que no incorpore un derecho de conversión o de suscripción de acciones y cuya emisión no esté reservada por disposición legal expresa a la junta general.

4. Las obligaciones podrán suscribirse y ponerse en circulación una vez verificada la emisión por la Comisión Nacional del mercado de Valores.

La emisión podrá hacerse constar en escritura pública, que podrá inscribirse en el Registro Mercantil. Queda a salvo el régimen general sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

5. No serán condiciones necesarias para la emisión de obligaciones y demás valores de deuda la constitución de una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas ni la designación de una persona que, con el nombre de comisario, concorra al otorgamiento del contrato de emisión.

En todo caso, el emisor podrá confiar la defensa de los intereses de los obligacionistas a una entidad de crédito o sociedad o agencia de valores con la que no mantenga vínculos significativos de relación o de dependen-

cia, en los términos previstos en el artículo 4 de esta Ley. El emisor deberá precisar en las condiciones de la emisión las funciones y las facultades que se atribuyen a dicha entidad.

Esta designación no podrá afectar en ningún caso a los derechos individuales ni al ejercicio de las acciones que correspondan a los obligacionistas.

6. Cualquier modificación de las condiciones del empréstito deberá efectuarse con la aprobación de los obligacionistas reunidos en asamblea, que deberá ser convocada por los administradores de la sociedad. La asamblea podrá ser sustituida por un procedimiento escrito, siempre que la aprobación de los obligacionistas a la modificación propuesta conste en forma auténtica.

En ningún caso podrán modificarse las condiciones de la emisión en relación al interés, al reembolso, a las garantías de la emisión, o a cualquier otra condición esencial, sin la aprobación de la mayoría absoluta de las obligaciones en circulación. Cualquier otra modificación de las condiciones del empréstito deberá aprobarse con una mayoría que represente, al menos, la cuarta parte de la emisión. No obstante, el emisor podrá reservarse la facultad de acordar modificaciones que no afecten a los derechos e intereses de los obligacionistas en aspectos no sustantivos que deberán precisarse en las condiciones de la emisión, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 116.

1. Las emisiones de obligaciones convertibles en acciones se regirán por los artículos 292, 293 y 294 de la Ley de Sociedades Anónimas, en los supuestos en que la relación de conversión sea fija y venga determinada en el momento mismo de la emisión.

2. En las emisiones de obligaciones convertibles en las que la relación de conversión se haga depender directa o indirectamente del precio de cotización de las acciones durante uno o varios períodos de referencia, los tenedores de las obligaciones convertibles carecerán del derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones u obligaciones convertibles, así como del derecho de modificación de la relación de cambio en caso de aumento de capital con cargo a reservas o de reducción del capital por pérdidas. No obstante, la sociedad deberá prever un ajuste de la relación de conversión para el supuesto de realización de cualquier operación relativa a su capital durante dichos períodos de referencia.

3. Será lícita la emisión de obligaciones convertibles por debajo de su valor nominal, siempre que el precio de emisión no sea inferior al valor nominal de las acciones que correspondan en el momento de la conversión.

4. La Junta general podrá delegar en el órgano de administración la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles, de acuerdo con lo previsto para el aumento de capital. Esta delegación deberá comprender, en su caso, la autorización para au-

mentar el capital social en la cuantía que resulte necesaria para dar cumplimiento a las solicitudes de conversión.

Los informes requeridos por el artículo 292.2 de la Ley de Sociedades Anónimas deberán ponerse a disposición de los accionistas en el momento de la emisión.

5. Las sociedades podrán emitir obligaciones canjeables por acciones ya emitidas, de acuerdo con el régimen general de las obligaciones convertibles. No será aplicable a estas emisiones el artículo 81 de la Ley de

Sociedades Anónimas, siempre que la relación de canje resulte justificada en el momento de la emisión.

6. La regulación de las obligaciones convertibles será aplicable a cualquier otro valor que reconozca un derecho de suscripción o de adquisición de acciones de la propia sociedad emisora, en la medida en que resulte compatible con su propia naturaleza.

Disposición transitoria.

Las normas del Título X serán aplicables a las emisiones que se acuerden después de la entrada en vigor de la presente Ley.

ANEXO II

INFORME SOBRE INTRODUCCIÓN DE UN TÍTULO X EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES SOBRE ESPECIALIDADES EN MATERIA DE EMISIÓN DE VALORES POR ENTIDADES CON VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADO SECUNDARIO OFICIAL

Emitido a solicitud de la Excm. Sra. Ministra de Justicia por la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación

Madrid, 23 de junio de 1998

I. ANTECEDENTES

1. Por Orden de 25 de febrero de 1994, el MINISTRO DE JUSTICIA designó una PONENCIA ESPECIAL para la elaboración de un ANTEPROYECTO DE LEY GENERAL DE SOCIEDADES MERCANTILES, que debía ser sometido al estudio y aprobación de la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación¹. Desde esa fecha, la Ponencia especial ha trabajado en la elaboración del Anteproyecto, habiendo aprobado ya la Sección de Derecho mercantil la mayor parte del articulado de dicho texto prelegislativo.

2. Mediante acuerdo del Consejo de la COMISIÓN NACIONAL DEL

MERCADO DE VALORES, en sesión de 12 de noviembre de 1997, se creó la COMISIÓN ESPECIAL para la elaboración de un «libro blanco» sobre la reforma parcial de determinados sectores del denominado «Derecho mercantil financiero». Los miembros de esta Comisión especial fueron designados por acuerdo del Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del día 24 del mismo mes y año².

3. Con fecha 19 de mayo de 1998, la Ponencia especial nombrada por el Ministro de Justicia hizo entrega al Presidente de la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación de una PROPUESTA DE ANTEPROYECTO DE LEY SOBRE SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS, compuesta de setenta y nueve artículos más tres dis-

1 La Ponencia está integrada por los Excmos. Sres. don Fernando SÁNCHEZ CALERO, don Alberto BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y don Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Catedráticos de Derecho mercantil.

2 La Comisión especial está integrada por don Javier GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, como Presidente, y don Antonio FONT RIVAS, don Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL, don José Ramón DEL CAÑO PALOP y don Rafael MÍNGUEZ PRIETO, como Vocales, actuando de Secretario don Francisco HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ.

posiciones transitorias, una adicional y una derogatoria, y precedida de una «Exposición» en la que se justificaba la elaboración de la Propuesta de Anteproyecto de Ley. Esta Propuesta constituía originariamente uno de los «Libros» del Anteproyecto de Ley General de sociedades mercantiles, pero los miembros de la Ponencia especial, por las razones que consignaban en la «Exposición», proponían que el tratamiento legal de esta materia adquiriera plena autonomía. El texto de la Propuesta fue repartido a los miembros de la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación el día 12 de junio de 1998.

4. El 19 de mayo de 1998 los miembros de la Ponencia especial manifestaron su preocupación a la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación por el hecho de que, según noticias dignas de crédito, la Comisión especial designada por el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores había elaborado un texto articulado de un posible TÍTULO X DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES (artículos 111 a 116), dedicado a las «Especialidades en materia de emisión por parte de entidades con valores admitidos a negociación», Título que se pretendía incorporar, por vía de enmienda en el Senado, al Proyecto de Ley del Mercado de Valores que en los próximos días iba a ser aprobado por el Pleno del Congreso de los Diputados.

El texto de la propuesta es el que se transcribe a continuación:

LEY DEL MERCADO DE VALORES

TÍTULO X

Especialidades en materia de emisión por parte de entidades con valores admitidos a negociación³

Artículo 111. Ámbito de aplicación.

Las normas del presente título, salvo que en ellas se disponga otra cosa, serán de aplicación a las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores.

Artículo 112. Aumentos de capital.

1. El acuerdo de aumento del capital social podrá inscribirse en el Registro Mercantil, de forma previa o simultánea a la apertura del período de suscripción, una vez que la emisión haya sido verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dicha inscripción será de tramitación urgente y preferente, debiendo practicarse, de no mediar defectos, dentro del plazo máximo diez días.

2. Una vez inscrito el acuerdo de aumento del capital social y concluido el período de suscripción, la sociedad podrá solicitar la verificación previa para la admisión a negociación de las nuevas acciones cuando éstas hayan sido inscritas por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que expedirá un certificado acreditativo del número de valores efectivamente suscritos e inscritos.

A estos efectos, deberá presentarse ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores la escritura pú-

3 Texto elaborado por la Comisión especial nombrada por el Presidente de la Comisión General de Codificación.

blica relativa al acuerdo de aumento del capital inscrita en el Registro Mercantil y acreditarse, por el emisor o por las entidades legalmente habilitadas que hayan participado o colaborado en la colocación, el número de valores suscritos y su desembolso.

La certificación que expida el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores será título suficiente para hacer constar en el Registro Mercantil el importe efectivo del aumento y la nueva cifra del capital social.

Sólo a partir de esta constancia registral podrá la sociedad hacer figurar la nueva cifra del capital social en toda su documentación, correspondencia y anuncios.

3. Si transcurridos seis meses desde la apertura del período de suscripción no se hubiera presentado en el Registro Mercantil la certificación expedida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, podrá cancelarse la inscripción del acuerdo de aumento del capital, de oficio o a instancia de cualquier interesado, previa comprobación de su inejecución. En este caso, los suscriptores podrán ejercitar el derecho reconocido por el artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

4. El mismo régimen será aplicable a la emisión de obligaciones convertibles o de cualquier otro valor que incorpore un derecho de conversión o de suscripción de acciones, en la medida en que resulte compatible con su naturaleza.

Artículo 113. Derecho de suscripción preferente.

1. El plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones y en las emisiones de obligaciones convertibles en acciones será de catorce días.

2. La exclusión del derecho de suscripción preferente en las emisiones de acciones u obligaciones convertibles podrá realizarse de acuerdo con las siguientes reglas:

a) Se entenderá que la exclusión del derecho de suscripción preferente viene exigida por el interés social cuando se justifique razonablemente la conveniencia económica o jurídica de la operación para la sociedad.

b) La sociedad podrá emitir las nuevas acciones u obligaciones convertibles a cualquier precio, siempre que esté justificado. No será necesario el informe del auditor al que se refiere el artículo 159.1, letra b, de la Ley de sociedades anónimas.

c) La Junta General podrá delegar en el órgano de administración la decisión sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital a que se refiere el artículo 153 de la Ley de sociedades anónimas, así como en las emisiones de obligaciones convertibles. En estos casos, deberán exponerse en el informe al que se refiere el artículo 144.1 a) de dicha Ley las razones que justifican el acuerdo de delegación y el destino que, previsiblemente, habrá de darse a las nuevas acciones u obligaciones convertibles. Cuando los administradores se sirvan de dicha delegación, deberán presentar en la primera Junta General que se reúna un informe razonando los motivos de la exclusión y la justificación del precio de emisión de las nuevas acciones u obligaciones convertibles.

d) Cuando la sociedad tenga emitidas obligaciones convertibles con precio de conversión fijo y los titulares de éstas se vean afectados por la exclusión del derecho de suscripción preferente, deberá preverse una fórmula de ajuste de la relación de cambio que compense la

eventual dilución del derecho de conversión.

Artículo 114. Acciones preferentes.

1. Las sociedades podrán emitir acciones que confieran cualquier tipo de privilegio económico frente a las ordinarias. Cuando las acciones preferentes resulten de la conversión de acciones ordinarias, la posibilidad de conversión deberá ofrecerse a todos los accionistas. Podrá preverse también la conversión de las acciones preferentes en acciones ordinarias o en acciones de otra clase, bajo condiciones y modalidades que habrán de determinarse en los estatutos.

2. Deberá determinarse estatutariamente la naturaleza y el contenido del privilegio, así como las condiciones y los límites para su ejercicio. En particular, cuando las acciones otorguen derecho a un dividendo preferente, deberá determinarse si éste ha de abonarse obligatoriamente cuando existan beneficios distribuíbles, las consecuencias de su falta de abono total o parcial, si el mismo tiene carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como eventuales derechos de los titulares de estas acciones en relación a los dividendos que puedan corresponder a las acciones ordinarias.

Las acciones preferentes podrán otorgar el derecho a percibir un interés, que sólo podrá hacerse efectivo con cargo a beneficios o reservas de libre disposición.

En todo caso, las acciones ordinarias no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio mientras no haya sido satisfecho el dividendo correspondiente al mismo ejercicio de las acciones preferentes.

3. Las acciones preferentes tendrán preferencia sobre las ordinarias en relación al reembolso del valor desembolsado en caso de liquidación de la socie-

dad. En caso de reducción del capital por pérdidas, las acciones preferentes sólo podrán verse afectadas cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

4. Las acciones preferentes gozarán del derecho de suscripción preferente en las nuevas emisiones de acciones y obligaciones convertibles, salvo disposición contraria de los estatutos. El derecho de suscripción preferente podrá limitarse, en su caso, a las nuevas emisiones de acciones preferentes o de acciones de una clase determinada.

5. Las acciones preferentes podrán carecer de derecho de voto, en cuyo caso sólo podrán emitirse por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado. El régimen de estas acciones será el que determinen los estatutos sociales, de acuerdo con lo dispuesto en este artículo, y, a falta de previsión estatutaria, el contenido en los artículos 91 y 92 de la Ley de Sociedades Anónimas.

6. Las acciones preferentes podrán ser rescatables, en cuyo caso darán derecho a sus titulares o a la sociedad a su amortización en el plazo y en las condiciones que establezcan en el momento de la emisión. Para su rescate las acciones deberán hallarse íntegramente desembolsadas.

El rescate de las acciones preferentes deberá realizarse por la sociedad con cargo a reservas o a beneficios libres. La sociedad deberá establecer en el pasivo del balance una reserva especial por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas, con la consiguiente reducción de la cifra del capital. Salvo que se utilice para la realización de un aumento de capital, sólo podrá disponerse de dicha reserva con los requisitos y formalidades exigidos para la reducción del capital social.

Los requisitos y formalidades de la reducción del capital también serán aplicables al rescate de las acciones, cuando éste no se realice con cargo a beneficios o reservas libres.

7. La Junta General podrá delegar en el órgano de administración la decisión sobre la emisión de acciones preferentes, de acuerdo con lo previsto en el artículo 153 de la Ley de Sociedades Anónimas. En este caso, la Junta General deberá fijar la naturaleza y el contenido básico de los derechos que correspondan a las acciones preferentes.

Artículo 115. Obligaciones convertibles en acciones.

1. La emisión de obligaciones convertibles en acciones se registrará por los artículos 292, 293 y 294 de la Ley de Sociedades Anónimas, en los supuestos en que el precio de conversión sea fijo y venga determinado en el momento mismo de la emisión.

2. Cuando la relación de conversión se haga depender de la cotización en el mercado de las acciones durante uno o varios períodos determinados, o de cualquier otra fórmula equivalente, los tenedores de obligaciones convertibles en acciones carecerán del derecho de suscripción preferente en las emisiones de nuevas acciones o de obligaciones convertibles que pueda realizar la sociedad con anterioridad al cierre del período de conversión, así como el derecho de modificación de la relación de cambio de las obligaciones por acciones en caso de aumento de capital con cargo a reservas o de reducción del capital por pérdidas. No obstante, en estos casos la sociedad deberá prever en las condiciones de la emisión un ajuste de la relación de conversión para el supuesto de realización de cualquier operación relativa a su capital social durante los períodos de referencia. En todo lo demás será aplicable

la regulación contenida en la Ley de Sociedades Anónimas, así como en las normas siguientes.

3. Será lícita la emisión de obligaciones convertibles por debajo de su valor nominal, siempre que el precio de emisión no sea inferior al valor nominal de las acciones que correspondan en el momento de la conversión.

4. La Junta General podrá delegar en el órgano de administración la decisión sobre la emisión de obligaciones convertibles, en las mismas condiciones que para el aumento del capital. Esta delegación deberá comprender, en su caso, la autorización para aumentar el capital social en la cuantía que resulte necesaria para atender a las solicitudes de conversión.

No serán exigibles para el acuerdo de delegación los informes requeridos por el artículo 292.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

5. Las sociedades podrán emitir obligaciones canjeables en acciones ya emitidas, aplicándose el régimen general de las obligaciones convertibles en todo aquello que sea compatible con su naturaleza. No será aplicable a estas emisiones el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas, siempre que la relación de canje resulte justificada en el momento de la emisión.

6. La regulación de las obligaciones convertibles será aplicable a cualquier otro valor que reconozca un derecho de suscripción o de adquisición de acciones de la propia sociedad emisora, en la medida en que ello no resulte incompatible con su propia naturaleza.

Artículo 116. Obligaciones.

1. La emisión de obligaciones u otros valores negociables que reconozcan o creen una deuda y que estén destinados a negociarse en un mercado se-

cundario oficial se regirá por las reglas contenidas en los siguientes apartados. Lo previsto en este artículo también será de aplicación a las emisiones realizadas por entidades de crédito que no revistan la forma de sociedad anónima, sin perjuicio de lo que resulte de su respectivo estatuto jurídico.

Serán de aplicación supletoria la Ley de Sociedades Anónimas y, en su caso, la Ley 211/1964, de diciembre de 1964, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones y otras personas jurídicas.

2. Las sociedades podrán emitir obligaciones, sin sujeción al límite de emisión previsto en el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas.

3. La competencia para la emisión de obligaciones negociables corresponderá al órgano de administración, salvo disposición contraria de los estatutos.

Cuando los estatutos atribuyan la competencia a la Junta General, ésta podrá delegar la decisión sobre la emisión en el órgano de administración. La delegación habrá de realizarse por un importe máximo determinado y su plazo de duración no podrá exceder de cinco años.

El mismo régimen será aplicable a cualquier otro valor negociable cuya emisión no esté reservada por disposición legal expresa a la Junta General.

4. Las obligaciones podrán inscribirse y ponerse en circulación una vez verificada la emisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La emisión podrá hacerse constar en escritura pública, que podrá inscribirse en el Registro mercantil. Queda a salvo el régimen general sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

5. No serán condiciones necesarias para la emisión de obligaciones y demás valores de deuda la constitución de una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas ni la designación de una persona que, con el nombre de comisario, concorra el otorgamiento del contrato de emisión.

No obstante, cualquier modificación de las condiciones del empréstito deberá efectuarse con la aprobación de los obligacionistas. A estos efectos, el emisor podrá convocar una asamblea de obligacionistas, de acuerdo con lo previsto en la Ley de Sociedades Anónimas, o servirse de cualquier otro procedimiento que garantice debidamente la información y la voluntad efectiva de los obligacionistas.

En ningún caso podrán modificarse las condiciones de la emisión en relación al interés, al reembolso, a las garantías de la emisión, o a cualquier otra condición esencial, sin la aprobación de la mayoría absoluta de las obligaciones en circulación. Cualquier otra modificación de las condiciones del empréstito requerirá la aprobación de una cuarta parte de las obligaciones, salvo que se trate de modificaciones de escasa relevancia que no afecten a los derechos o intereses de los obligacionistas.

6. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo anterior, el emisor podrá confiar a una entidad de crédito o sociedad o agencia de valores con la que no mantenga vínculos significativos la defensa de los intereses de los tenedores de las obligaciones. En este caso, deberán precisarse en las condiciones de la emisión las funciones y las facultades que se atribuyen a dicha entidad.

Esta designación no podrá afectar en ningún caso a los derechos individuales ni al ejercicio de las acciones que correspondan a los obligacionistas.

5. El texto fue entregado a los miembros de la Sección el día 12 de junio de 1998, abriendo el Presidente breve plazo para la presentación de observaciones por parte de los Vocales y encomendando la confección del informe sobre ese trabajo prelegislativo a la Ponencia especial designada por el Ministro de Justicia para la elaboración del Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles.

Recibidas las observaciones⁴, la Ponencia se reunió con el Presidente de la Comisión especial, el cual expuso las razones de la proyectada reforma y la urgencia que, a su juicio existía. En los días inmediatos la Ponencia redactó el Informe que, tras el correspondiente debate, ha sido aprobado por la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación en sesión monográfica celebrada el día 23 de junio de 1998.

II. INFORME

I. LA PROPUESTA DE UN TÍTULO X DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

1. EL PROBLEMA DE LA COMPETENCIA PARA LA ELABORACIÓN DE LA PROPUESTA

1.1. La Comisión General de Codificación es el órgano superior colegiado de asesoramiento en la preparación de las tareas prelegislativas

propias del Ministerio de Justicia (art. 1 Real Decreto 160/1997, de 7 de febrero). La Comisión está integrada por cinco Secciones, la segunda de las cuales es la de Derecho mercantil (art. 19.2 RD 160/1997), sin perjuicio de la facultad del Ministro de Justicia, como Presidente de la Comisión, para constituir Ponencias especiales en el seno de las Secciones para el estudio de temas concretos (art. 20.1).

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es el órgano encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad desarrollada en esos mercados, así como del ejercicio de la potestad sancionadora y de otras funciones atribuidas por la Ley (art. 13 I Ley 24/1988, del Mercado de Valores, de 28 de julio). Entre esas otras funciones figuran la de asesorar al Gobierno, al Ministerio de Economía y Hacienda, y a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los mercados de valores y la de formular propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con esos mercados (art. 13 III LMV).

El ámbito respectivo de competencias de la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores es claro: a la primera corresponde la preparación de los Anteproyectos de las nuevas leyes en materia de Derecho mercantil y de las modificaciones legislativas que el Ministerio de Justicia considere oportuno introducir en las antiguas; a la segunda, la de formular propuestas en materia de mercados de valores, pero no la de

4 Al texto remitido, presentaron enmiendas y observaciones los Excmos. Sres. Vocales don Roberto BLANQUER UBEROS, don Justino DUQUE DOMÍNGUEZ, don Guillermo JIMÉNEZ SÁNCHEZ, don José María DE PRADA GONZÁLEZ y don Juan Pablo RUANO BORELLA.

elaborar textos prelegislativos en materias de Derecho privado. Ciertamente, la gran mayoría de los sujetos que operan en esos mercados revisten la forma jurídica de sociedades anónimas; pero esta circunstancia no legitima a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para incidir, con propuestas de medidas y de disposiciones, en el régimen sustantivo de estas formas sociales, ni siquiera aunque esas propuestas se limiten a pretendidas «especialidades» en el régimen jurídico-privado de las sociedades anónimas que tengan valores admitidos en mercado secundario oficial. La competencia prelegislativa para elaborar propuestas sobre la disciplina del mercado en el que pueden operar esos sujetos es privativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Significa esto que el texto sometido a informe de la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación invade las competencias propias del Ministerio de Justicia.

Esta falta de competencia no se elimina por el hecho de que las normas cuya introducción se propone en el Ordenamiento jurídico español pasen a formar parte de la Ley del Mercado de Valores, y no de la Ley de Sociedades Anónimas. La pretensión de introducir en la citada Ley un régimen jurídico especial de emisión de valores por sociedades cotizadas no puede obviar la naturaleza misma del objeto de la regulación.

En todo caso, y con independencia de lo anterior, la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación desea llamar la atención sobre el

riesgo que, para la conservación por parte del Ministerio de Justicia de la total competencia prelegislativa en materia de Derecho mercantil, comportaría la introducción de ese Título X en la Ley del Mercado de Valores: si se admitiese por el Ministerio de Justicia que la Ley del Mercado de Valores regule partes sustanciales del Derecho de sociedades anónimas (acciones privilegiadas o preferentes, derecho de suscripción preferente, aumento del capital social, emisión de obligaciones) podría entenderse que todas esas materias quedarían en el futuro fuera del ámbito competencial del Ministerio de Justicia, para integrarse en el ámbito de competencias prelegislativas del Ministerio de Economía y Hacienda.

1.2. Ciertamente, en el caso que nos ocupa, no se plantea formalmente ese conflicto de competencias prelegislativas, por cuanto que, como ya ha habido ocasión de señalar, la reforma pretende materializarse a través de una enmienda en el Senado. Pero la ausencia de conflicto formal no puede ser utilizada para ocultar esa real y efectiva invasión por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la competencia propia de este Ministerio, sin que el hecho de haber remitido el texto de la propuesta modifique esta conclusión. En realidad, con esta remisión se ha consumado una inversión de las funciones orgánicas: no corresponde al Ministerio de Justicia informar sobre una reforma de normas de Derecho privado elaboradas por otros Ministerios o Autoridades, sino a éstos —en el mejor de los casos— informar sobre aquellas refor-

mas legislativas preparadas por el Ministro de Justicia en el ámbito propio de su competencia.

2. LOS PROBLEMAS DE POLÍTICA Y DE TÉCNICA LEGISLATIVAS

2.1. La necesidad de una reforma global.

A esta primera consideración se añade el de la oportunidad política y económica de realizar una reforma parcial del régimen jurídico de las sociedades anónimas cotizadas. La Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación es consciente de la existencia de específicas necesidades de las sociedades que tienen valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, y también es consciente de que estas necesidades no encuentran completa satisfacción en las normas generales sobre sociedades anónimas. Al mismo tiempo, los inversores reales o potenciales en valores reclaman que el estatuto jurídico de estas sociedades cuente con algunos instrumentos técnicos que faciliten la buena administración y tutelen más eficazmente a accionistas y a obligacionistas. En el Derecho vigente existen ya algunas normas especiales que permiten configurar a las sociedades cotizadas como sociedades anónimas especiales. La Sección aspira a ampliar esas particularidades y singularidades, creando así un auténtico tipo social «derivado», es decir, mediante una reforma global de esta clase de sociedades. La Propuesta de Anteproyecto de Ley de Sociedades anónimas cotizadas, de 19 de mayo de 1998 —que está

pendiente de ser debatida por la Sección—, constituye la primera versión de un trabajo prelegislativo extraordinariamente ambicioso que, sin duda, habrá de ser objeto de muy detenido estudio y de no pocas controversias.

Ahora bien, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación no considera adecuado que esa reforma se realice por fases o etapas, regulando en un primer momento los problemas relativos a las acciones preferentes, al aumento del capital social y a la emisión de obligaciones, convertibles o no, y remitiendo para una fase ulterior temas tan importantes como las especialidades en materia de derechos del socio y de la minoría (y, en particular, el derecho de información y el régimen de representación en la Junta de accionistas), las cuestiones relativas a los órganos sociales (como la estructura del Consejo de administración), la regulación de los pactos parasociales o el régimen jurídico de las asociaciones de accionistas. Se corre el peligro de que, concediendo a las sociedades cotizadas un régimen más flexible de emisión de valores, se genere una fuerte oposición a aquellas otras medidas que la Sección considera igualmente necesarias. La Sección aspira a que la reforma tenga como fundamento un planteamiento global de los distintos intereses que están presente en las sociedades cotizadas; que sea equilibrada, de modo tal que el aumento de la flexibilidad en algunas materias vaya acompañado de normas imperativas en las que se tengan en cuenta los derechos individuales del socio y los derechos de la minoría, así

como las dificultades de ejercicio de esos derechos; y, en fin, que sea innovadora, dando solución a los problemas fundamentales con técnicas de mayor eficacia que las ensayadas en el pasado.

2.2. El pretendido postulado de la necesidad de flexibilidad del régimen jurídico de las emisiones de valores.

Pero es que, además, la reforma parcial que se somete a informe de esta Sección está basada en un postulado de política legislativa que debería ser objeto de una meditada reconsideración. Aunque el texto no va precedido de Exposición de Motivos, no es difícil determinar la voluntad de «liberalizar» las emisiones de valores en un doble sentido: de un lado, permitiendo la emisión de valores con derechos de contenido muy diverso, ampliando así las posibilidades que ofrece el Derecho vigente; y, de otro lado, suprimiendo trabas que se consideren «formales» para garantizar la agilidad del mercado.

Por supuesto, nada debe objetarse a la admisibilidad legal de ciertas modalidades de acciones y de obligaciones, si bien es preciso que existan límites a la autonomía de la voluntad a la hora de configurar los nuevos valores. Y de esos límites objetivos la propuesta aquí analizada parece haberse olvidado casi por completo, aunque introduzca otros de muy dudosa justificación (v. art. 114.3). Al mismo tiempo, algunas de las innovaciones que se pretende introducir en materia de aumentos del capital social (112 y 113) deberían ser objeto de una consideración más detenida, estudiando los

efectos negativos que las mismas pudieran producir en el mercado.

Pero la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación considera arriesgado la incorporación de la línea de política legislativa que parece animar el texto remitido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cierto que en algunos Ordenamientos jurídicos —singularmente en los anglosajones— las sociedades emisoras cuentan con instrumentos jurídicos como los que propugna la Comisión del Mercado de Valores; pero no menos cierto que en esos sistemas jurídicos existen unos mecanismos de control mucho más desarrollados que los del Derecho español. Cierto que también existen algunos Derechos que han dado lugar a auténticos paraísos jurídicos —y no sólo fiscales—, para las sociedades emisoras y para los inversores. Pero no es menos cierto que esos pretendidos paraísos no cuentan siempre con eficaces instrumentos de tutela de quienes invierten. De ahí que el Derecho español no deba aspirar a incluirse entre ellos: la flexibilización del Derecho propio no puede realizarse a costa de ese principio esencial del Derecho de valores que es el de la protección de los inversores (art. 13 II LMV).

2.3. El carácter urgente de la reforma.

2.3.1. En los últimos tiempos, se detecta un fenómeno de «deslocalización» de emisiones por parte de sociedades españolas, las cuales, bien directamente, bien —con mayor frecuencia— a través de filiales, prefieren

emitir en el extranjero. Las causas de este fenómeno son muy variadas: al lado del rigor del Derecho español en algunas soluciones técnicas, ocupa relevante papel la elevada fiscalidad y el elevado coste de las emisiones en el mercado español. Pero ese rigor del Ordenamiento jurídico español no puede ser exagerado: las causas principales de esa «deslocalización» no derivan del Derecho de sociedades, sino del Derecho administrativo-económico –y, en particular, del propio Derecho del Mercado de Valores– y del Derecho fiscal. De ahí que esa reforma parcial del Derecho privado de las emisiones de valores no sea especialmente urgente. Antes de reformar el régimen jurídico de las acciones y de las obligaciones y el régimen jurídico del aumento del capital social, se impone adoptar medidas de muy diferente carácter, sin las cuales la reforma del Derecho privado de los valores tendrá escasa repercusión práctica.

En todo caso, el Gobierno y los Grupos parlamentarios que lo apoyan no pueden utilizar el argumento de la urgencia para incorporar medidas legislativas insuficientemente estudiadas. Aunque con demasiada frecuencia, urgencia e improvisación aparecen unidas en las reformas legislativas, la experiencia pone de manifiesto el peligro de que cuestiones de reconocida dificultad sean objeto de reforma legislativa sin el necesario previo y detenido estudio. Medidas que, en un primer análisis superficial pudieran parecer acertadas, pueden ocasionar disfunciones imprevisibles, con daño para el Ordenamiento jurídico.

En este caso, que las reformas que se pretenden introducir han sido escasamente meditadas se evidencia por el hecho de que no figuren en el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores aprobado por el Gobierno, habiendo sido elaboradas, con evidente apresuramiento, en muy escaso tiempo.

2.3.2. Pero es que, aunque no fuera así, la urgencia de la reforma en modo alguno podría justificar la incorporación de las normas objeto de consideración mediante una simple enmienda en el Senado a Proyecto de Ley. Si existiera auténtica urgencia, el Gobierno debería elaborar un Proyecto de Ley y remitirlo a las Cortes Generales para su rápida tramitación o, incluso, recurrir al Decreto-Ley, justificando la extraordinaria y urgente necesidad (art. 86 CE).

2.4. Los problemas de técnica legislativa.

2.4.1. En cuanto a la técnica seguida, la Sección formula dos objeciones fundamentales al texto objeto de examen. La primera se refiere a la sistemática. Como ya hemos señalado, por razón de la materia, las normas que se pretende introducir no deberían tener acomodo en la Ley del Mercado de Valores, sino que pertenecen al ámbito propio del Derecho de las sociedades anónimas. Naturalmente, es opinable que todas esas normas, en el caso de que se consideren oportunas, deban introducirse en la Ley de Sociedades Anónimas, o en una Ley especial que tenga por objeto el establecimiento del régimen jurídico de las sociedades cotizadas. Pero

parece fuera de duda que la Ley del Mercado de Valores no puede albergar, sin forzar los límites naturales del contenido que le es propio, normas como las que figuran en el pretendido Título X.

2.4.2. La segunda objeción se refiere técnica legislativa de la propuesta. La Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación desea destacar ante el Ministerio de Justicia las muy importantes deficiencias del texto sometido a su consideración. Probablemente la premura con que ha sido elaborado explica los defectos de ordenación de la materia, los problemas de coordinación legislativa, los fallos de expresión normativa, la insuficiencia del régimen jurídico y las dudas de interpretación que ocasionan muchas de las normas contenidas en los largos artículos del Título X. A algunos de estos defectos, de estas insuficiencias y de estas dudas aludiremos más adelante al analizar el articulado. Si formulamos ahora esta referencia general a ellas es para poner de relieve que la calidad de las Leyes no sólo es aspiración de la Comisión General de codificación, sino que constituye imperativo al que necesariamente debe ajustarse cualquier iniciativa gubernamental o parlamentaria.

III. ANÁLISIS DEL CONTENIDO DE LA PROPUESTA

Para el análisis del contenido de la propuesta, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación seguirá un orden distinto del articulado de dicha propuesta. No se acierta a entender por qué razón la

propuesta se ocupa antes del aumento del capital social (art. 112) que de las acciones preferentes (art. 114), y por qué causa trata antes el régimen especial de las obligaciones convertibles (art. 115) que el régimen general de las obligaciones emitidas por sociedades cotizadas (art. 116).

1. EL ÁMBITO DE APLICACIÓN (art. 111)

El Título X comienza con una norma por cuya virtud se declaran aplicables las disposiciones contenidas en dicho Título a todas las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores, «salvo que en ellas se disponga otra cosa» (art. 111). Las normas contenidas en dicho Título son, pues, normas formalmente especiales, debiendo entenderse que la admisión a negociación en el mercado bursátil constituye la causa de la especialidad.

1.1. La necesidad de generalizar algunas de las normas especiales propuestas.

Sin embargo, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación considera que la propuesta no sólo contiene posibles normas especiales para las sociedades anónimas cotizadas, sino otras que deberían generalizarse a toda clase de sociedades anónimas: así sucede con algunas de las normas relativas a las acciones preferentes (art. 114) y con algunas de las normas que hacen referencia a las obligaciones en general (art. 116), a las obligaciones convertibles (art. 115.1 a 4 y 6) y a las obliga-

ciones canjeables (art. 115.5). Así, en lugar de establecer especialidades para las obligaciones o los bonos emitidos por sociedades anónimas con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial, lo procedente sería redactar de nuevo el actual Capítulo X del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre. No tiene sentido introducir un régimen jurídico más moderno para la emisión de obligaciones por sociedades y entidades cotizadas y conservar un régimen jurídico notablemente envejecido para las emisiones que realicen las demás sociedades y entidades no cotizadas. Pero la tarea de confeccionar ese nuevo régimen jurídico general corresponde, como antes hemos señalado, al Ministerio de Justicia, estando en elaboración actualmente el correspondiente texto prelegislativo como parte del Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles.

En todo caso, la introducción de especialidades en materia de acciones y de obligaciones que se propone no ha tenido en cuenta los problemas que se suscitarían en el caso de exclusión, voluntaria o forzosa, de esos «valores especiales» de la negociación en mercado secundario oficial. El Derecho especial tendría que aplicarse mientras se mantuviera la concreta situación que, según la propuesta, justifica la especialidad; pero cuando la sociedad deje de ostentar la condición de cotizada o, al menos, cuando los valores con esas especialidades dejen de negociarse en mercados secundarios oficiales se suscita la duda —que la

propuesta ni siquiera se ha planteado— de si tales valores pueden subsistir como «valores especiales», o si deben convertirse en «valores generales», con indemnización o compensación por la pérdida de la «especialidad», o, en fin, si han de ser amortizados. La solución de este muy delicado problema habrá de ser afrontado por el Anteproyecto de Ley General de sociedades mercantiles o por el Anteproyecto de Ley de sociedades anónimas cotizadas.

1.2. La imprecisa «salvedad».

En todo caso, y con independencia de esta deseable generalización, se llama la atención del Ministerio de Justicia sobre el defecto de técnica legislativa en que incurre este primer artículo del Título X, por cuanto que, en dicho Título, no existe norma alguna en la que se generalice una determinada solución jurídica, a pesar de estar así previsto en el artículo 111 («salvo que en ella se disponga otra cosa») o, al menos, no se aprecia con claridad en qué casos la solución es especial y en cuáles otros tiene carácter general.

2. ACCIONES PREFERENTES (art. 114)

Consideración general.

El único artículo relativo a las acciones preferentes (art. 114) tiene un contenido tan heterogéneo como confuso. La heterogeneidad es destacada por un Vocal de la Comisión, el cual pone de manifiesto que la acumulación de temas en el precepto es fuente de problemas interpretativos muy delicados al tratar conjuntamente prefe-

rencias en beneficios o en cuotas de liquidación, preferencias relativas a la supresión del derecho de voto y preferencias referentes al carácter rescatable de las acciones. La confusión surge porque, por una parte, las denominadas acciones preferentes pueden otorgar privilegios diversos (art. 114.1 y 2) y, por tanto, constituir clases distintas; pero, por otro lado, dada la defectuosa redacción (especialmente de los apartados 3 y 4) parece que se utiliza la expresión «acciones preferentes» para designar una única clase de acciones, esto es, una clase dentro de la cual todas las acciones otorgan los mismo derechos, lo que probablemente no ha sido la intención de los redactores de la propuesta.

En todo caso, la regulación que se establece de las diversas clases de acciones preferentes no parece que sea peculiar de las sociedades que cotizan en un mercado secundario, sino que son normas de carácter general aplicables a todas las sociedades anónimas. Ya lo hemos señalado anteriormente, y ahora conviene insistir en ello. De ahí que si alguna de las modificaciones propuestas en el artículo objeto de examen pudiera incluirse en una ley, esa ley debería ser en todo caso la Ley de Sociedades anónimas.

2.1. El régimen jurídico de las acciones preferentes.

2.1.1. La emisión y la conversión de las acciones privilegiadas.

En el apartado primero del artículo 114 se establece, por una parte, la posibilidad de que se emitan acciones «que confieran cualquier tipo de privilegio económico frente a las ordina-

rias», y, en el segundo párrafo de ese mismo apartado, la conversión bien de acciones ordinarias en preferentes, bien de acciones preferentes en ordinarias o en otras preferentes distintas. La Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación considera que este apartado primero no merece una nueva norma legal: el contenido del párrafo primero ya figura en la Ley de sociedades anónimas (arts. 49 y 50 LSA). En el Derecho español no existe duda sobre la posibilidad de emitir acciones con privilegios económicos. Es más; como un Vocal de la Comisión ha señalado en las observaciones presentadas a la propuesta, el hecho de dictar una nueva norma que permita «cualquier tipo de privilegio económico» podría inducir a pensar que la autonomía de la voluntad no tendría límite legal para configurar privilegios, lo cual sería muy problemático en todos aquellos supuestos en que resultara de aplicación el artículo 1691 del Código Civil. Y, por lo que se refiere a las posibilidades de conversión a que se refiere el artículo 114 de la propuesta, no existen tampoco dificultades legales para convertir acciones ordinarias en preferentes, y acciones preferentes en ordinarias o en otras preferentes si así se hubiera previsto en el acuerdo de emisión y recogido en los Estatutos sociales. En defecto de esa previsión, el artículo 148 de la Ley de sociedades anónimas sería aplicable en todos aquellos casos en que la emisión de acciones preferentes o la conversión en acciones preferentes resultara perjudicial para una clase de acciones.

2.1.2. Las acciones con derecho a un dividendo preferente.

El apartado segundo del artículo 114 de la propuesta contiene dos normas. La primera es aquella según la cual los privilegios deben determinarse en los Estatutos de la sociedad; la segunda hace referencia a las precisiones que los Estatutos deberán incluir en el caso de que las acciones otorguen derecho a un dividendo preferente.

A juicio de la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación, no parece necesario dictar una nueva norma legal en relación con la naturaleza del contenido de los privilegios. La exigencia de que los privilegios de las acciones se concreten en los Estatutos sociales resulta ya de la propia Ley de sociedades anónimas (art. 9, letra «g», LSA). Pero quizá resulte oportuno exigir que la Ley exprese determinadas menciones mínimas en los casos en que se conceda un privilegio sobre los dividendos, y precisar que, cuando el privilegio consista en obtener un dividendo preferente, existe la obligación legal de acordar el reparto cuando existan beneficios susceptibles de distribución. Así, se podría añadir un apartado tercero al artículo 50 de la Ley de Sociedades Anónimas con el siguiente texto:

«3. Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles o reservas de libre disposición. Los estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo

preferente, si éste tiene carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a las acciones ordinarias. Éstas no podrán en ningún caso recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio, mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al mismo ejercicio».

Como se observará, no se incluye en el texto propuesto el párrafo segundo del apartado segundo del artículo 114, por considerar que contraviene directamente lo dispuesto en el artículo 50.2 de la Ley de sociedades anónimas y que añade confusión al utilizar el término «interés» en un sentido impropio. Es necesario distinguir entre derecho a percibir un interés y derecho a una dividendo fijo, ya que el propio concepto de dividendo presupone que sólo podrá acordarse el reparto si existen beneficios o reservas de libre disposición que lo permitan.

Por último, no estará de más recordar que, en la Propuesta de Anteproyecto de Ley de sociedades cotizadas, presentada por la Ponencia a la Sección de Derecho mercantil, se han incluido tres artículos (arts. 19 a 21) en los que se regulan precisamente las «acciones con derecho a percibir un dividendo fijo».

2.1.3. Los derechos de las acciones preferentes al reembolso y caso de reducción por pérdidas.

En el apartado tercero de este artículo 114 de la propuesta se imponen con carácter imperativo dos derechos

a todas las acciones preferentes. Por una parte, la preferencia sobre las ordinarias en relación al reembolso del valor desembolsado en caso de liquidación de la sociedad; y, además, se incluye una norma según la cual las acciones preferentes, en caso de reducción del capital por pérdidas, sólo podrán verse afectadas cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

Esa norma, tal como está redactada, es contradictoria con lo dispuesto en los propios apartados primero y segundo de este artículo. En efecto, se pretende que toda acción preferente, cualquiera que haya sido el privilegio otorgado, cuente también con dos privilegios complementarios: uno en relación con el reembolso y otro relativo al caso de reducción del capital por pérdidas. Sin embargo, ello no tiene por qué ser necesariamente así: dependerá de que la sociedad haya querido o no otorgar esos privilegios a las acciones de que se trate. No parece admisible restringir de esa manera arbitraria la autonomía de la voluntad de la sociedad en la emisión de acciones privilegiadas. No parece admisible que, si una sociedad quiere emitir acciones que otorguen un privilegio en relación con los dividendos, tenga necesariamente que otorgar también por imperativo legal un privilegio de reembolso de la cuota resultante de la liquidación y un privilegio para el caso de reducción por pérdidas. Los privilegios que se enuncian en este apartado tercero del artículo 114 deberán otorgarse sólo en la medida en que así lo acuerde la sociedad

incorporando la correspondiente norma estatutaria.

Por lo demás, no parece que el derecho preferente al reembolso de la cuota de liquidación sea un privilegio especialmente interesante para las sociedades que cotizan en mercados secundarios.

2.1.4. El derecho de suscripción de las acciones preferentes.

El cuarto apartado del artículo 114 contiene una norma según la cual «las acciones preferentes gozarán del derecho de suscripción preferente en las nuevas emisiones de acciones y obligaciones convertibles, salvo disposición contraria en los Estatutos». Y, a continuación, añade que «el derecho de suscripción preferente podrá limitarse en su caso, a las nuevas emisiones de acciones preferentes o de acciones de una clase determinada». Con estas previsiones se pretende derogar, sin base suficiente que, a juicio de esta Sección, justifique esa derogación, la configuración tradicional que, en el Ordenamiento jurídico español, tiene el derecho de suscripción preferente de las nuevas acciones (art. 158.1 LSA). En esta materia, tratándose de acciones con voto no parece razonable que queden sometidas a un régimen distinto del que tienen las acciones ordinarias. No se puede olvidar que, dentro del sistema legal de las sociedades anónimas, este derecho no sólo tiene trascendencia económica, sino también política. Por esta razón, no parece aconsejable la introducción de las normas mencionadas.

2.2. Las acciones sin derecho de voto.

En el apartado quinto del citado artículo 114 se incluyen normas referentes a las acciones sin derecho de voto. En primer lugar, se mantiene la norma limitativa según la cual sólo pueden emitirse por un importe nominal que no sea superior a la mitad del capital social desembolsado (art. 90 LSA), norma que, por ya constar en la legislación general sobre sociedades anónimas, no tiene por qué ser reiterada. Y, en segundo lugar, se modifica para las acciones sin voto que emitan las sociedades cotizadas el carácter imperativo que, en el Derecho vigente, tiene el régimen jurídico aplicable a dichas acciones (arts. 91 y 92 LSA), de manera que los Estatutos sociales puedan configurar libremente dicho régimen. De un régimen legal necesario, las acciones sin voto, cuando son emitidas por sociedades con valores negociados en mercado secundario oficial, pasan a tener un régimen meramente estatutario, aplicándose supletoriamente, a falta de previsión estatutaria, ese régimen legal.

La consecuencia a que conduce el precepto que se propone introducir consistiría en que, a cambio del derecho de voto que se suprime, la sociedad podría ofrecer cualquier clase de privilegios. Y, además, se dejaría también a la libertad de los Estatutos sociales la determinación de las consecuencias que el hecho de incumplir el privilegio otorgado tendría para los titulares de esas acciones, salvo que se entendiera aplicable también a estas acciones el apartado segundo del mismo artículo 114. Se deja, pues, a la libertad más absoluta de las socie-

dades la fijación del régimen jurídico de las acciones sin voto. Y esta extrema libertad no parece adecuada por cuanto que atentaría directamente contra los intereses de los inversores, los cuales podrían verse sorprendidos en su buena fe con el ofrecimiento de acciones sin voto, pero también sin la garantía de una eficaz tutela legal del privilegio económico ofrecido a cambio de la privación de ese derecho político.

Si se considerase que el régimen establecido en la Ley de sociedades anónimas para las acciones sin voto (arts. 91 y 92 LSA) debe modificarse, habría que estudiar cuidadosamente esa modificación; pero no parece conveniente eliminar pura y simplemente todas las garantías que la legislación general otorga a los titulares de esas acciones. La Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación considera imprescindible, por tanto, un mínimo de regulación imperativa.

2.3. Las acciones rescatables.

En el sexto apartado del artículo 114 de la propuesta se regulan las acciones rescatables. Esta regulación se corresponde básicamente con la contenida en la Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976 (art. 39).

Ya el artículo 47 o) de la Ley de sociedades anónimas cuya introducción proponía el Anteproyecto de Ley de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la CEE en Materia de Sociedades, de 1987, se ocupaba específicamente de estas acciones:

«1. La sociedad podrá emitir acciones rescatables que darán derecho a sus titulares a su amortización en el plazo y condiciones que se establezcan. Estas acciones deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de su suscripción.

2. Tanto en los estatutos primitivos como en sus ulteriores modificaciones, podrá acordarse la emisión de acciones rescatables fijando el plazo, precio y condiciones en que la sociedad habrá de amortizarlas.

3. La adquisición por la sociedad de las acciones rescatables a efectos de su amortización, habrá de realizarse con cargo a los beneficios o a las reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con el fin de financiar esa adquisición.

4. Cuando la adquisición de las acciones rescatables se haga con cargo a los beneficios o a las reservas libres, el importe del valor nominal de las acciones amortizadas deberá destinarse a una reserva de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción del capital social. No será preciso dotar esa reserva en la medida en que la adquisición de las acciones se realice con cargo al importe de una nueva emisión acordada por la Junta General con el fin de financiar aquella adquisición.

5. En el caso de que los beneficios y las reservas libres no fueran suficientes para abonar el importe previsto en los estatutos para la adquisición por la sociedad de las acciones rescatables, se distribuirá entre éstas la cantidad disponible, reduciendo su valor nominal en la proporción correspondiente.

6. En el supuesto de que no exista beneficios o reservas libres, ni se emitan nuevas acciones para financiar la adquisición, ésta sólo podrá llevarse a cabo

siempre que se cumplan todos los requisitos necesarios para la correspondiente reducción del capital conforme a lo dispuesto en los artículos 101 y 101.a de la presente Ley».

La conveniencia de que estas acciones adquieran carta de naturaleza en el Derecho español también ha sido defendida por la Ponencia especial redactora de la Propuesta de Anteproyecto de Ley de sociedades anónimas cotizadas, la cual dedicó dos artículos a las acciones rescatables (arts. 27 y 28), que, como el resto de dicho texto, se encuentran pendientes de estudio por esta Sección.

Ahora bien, en el caso de que el Ministerio de Justicia y el Gobierno considerasen urgente la admisión legal de las acciones rescatables y el establecimiento de un régimen jurídico mínimo, sería aconsejable utilizar bien las normas ya aprobadas por esta Sección de Derecho mercantil en 1987, bien —como consideramos preferible— las que, con criterio relativamente más flexible, ha preparado la Ponencia encargada de la reforma del Derecho general de sociedades mercantiles. Se podría así crear una Sección 6ª en el Capítulo IV de la Ley de sociedades anónimas, con artículos del siguiente tenor:

«Artículo 92 a). Emisión de acciones rescatables.

1. Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate.

2. Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.

3. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres ejercicios sociales a contar desde la emisión.

Artículo 92 b). Amortización de acciones rescatables.

1. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con la finalidad de financiar la operación de amortización.

2. Si se amortizaran estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas.

3. En el caso de que no existieran beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones».

2.8. La posibilidad de delegar en el órgano de administración la emisión de acciones preferentes.

En el apartado séptimo del artículo 114 se permite que la Junta General de accionistas delegue en el órgano de administración la facultad de emitir acciones preferentes.

Ciertamente, podría defenderse la tesis de que esta norma no es sino aplicación concreta de la que, en materia de capital autorizado, contiene la Ley de sociedades anónimas (art. 153.1, letra «b»). Como se recordará,

la Ley vigente no exige que las acciones que se emitan por acuerdo o decisión de los administradores en uso de la facultad delegada por la Junta General de accionistas tengan que ser necesariamente acciones ordinarias. Pero esa interpretación no parece fundada. En efecto, como ya señala la 2ª Directiva (art. 25.3), cuando existan varias categorías de acciones, o se creen acciones que afecten a los derechos de una categoría ya existente, es necesaria la votación separada de las categorías afectadas. Ello significa que, a pesar de la redacción de la norma relativa al capital autorizado, el acuerdo de emisión de acciones preferentes es competencia de la Junta General, la cual debe determinar concretamente el privilegio que se otorga y los demás requisitos de la emisión, debiendo aprobarse además «por la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada» (art. 148.1 LSA).

Con la norma cuya introducción se propugna se modificaría sustancialmente el Derecho vigente, otorgando amplísimos poderes a los administradores. La Sección considera especialmente peligrosa esta posibilidad de delegar. Como ha señalado uno de los Vocales en las observaciones formuladas a la propuesta, la delegación de esta facultad puede operar en contra de los intereses de la minoría, concediendo a los administradores amplias posibilidades de actuación. De ahí que no parezca deseable la incorporación a la legislación positiva del precepto examinado.

3. EL AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL (art. 112)

En materia de aumento del capital social, la norma propuesta es extraordinariamente confusa. Si se analiza detenidamente, parece constituir desarrollo de una nueva norma que se pretende introducir en la Ley del Mercado de Valores. En efecto, en el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, aprobado por el Congreso de los Diputados el 28 de mayo de 1998, existe un precepto que conviene transcribir:

«La admisión a negociación en cada uno de los mercados secundarios oficiales requerirá, además, el acuerdo del organismo rector del correspondiente mercado, a solicitud del emisor, *quien podrá solicitarlo, bajo su responsabilidad, una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones*» (art. 32.1, in fine).

Con la norma transcrita, se posibilita que la solicitud de admisión a negociación se formule por la sociedad emisora antes de que se inscriba en el Registro mercantil la ejecución del acuerdo de aumento del capital social y, por consiguiente, antes de que, según el Derecho general de sociedades anónimas, las acciones puedan transmitirse. La norma contenida en el artículo 112 de la propuesta parece ser un simple desarrollo de lo que ya ha sido admitido por el Congreso de los Diputados.

3.1. La ruptura de la regla de la inscripción simultánea de la operación de aumento del capital social.

3.1.1. En el Derecho vigente, la operación de aumento del capital social se concibe unitariamente a efec-

tos de inscripción registral: el acuerdo de aumento de capital social y la ejecución del mismo deben inscribirse simultáneamente en el Registro mercantil (art. 162.1 LSA). Esta concepción unitaria de la operación efectos registrales procede de la Ley 19/1989, de 25 de julio. Con la reforma entonces introducida se trataba de evitar –y efectivamente se evitó– que el Registro reflejara acuerdos de aumento del capital social que no hubieran sido ejecutados o que sólo lo hubieran sido parcialmente. Sin embargo, la propuesta supone un regreso a la situación anterior a la reforma al volver a distinguir entre inscripción del acuerdo de aumento e inscripción de la ejecución de ese acuerdo. La razón que explica este retorno a soluciones técnicas anteriores es la de permitir la solicitud de admisión a negociación de las nuevas acciones antes de la inscripción de la ejecución del acuerdo.

3.1.2. Para comprender el alcance de esta innovación no estará de más recordar que en el Derecho vigente el proceso para poder contratar en el mercado secundario oficial las nuevas acciones se integra por las siguientes y sucesivas etapas: acuerdo de aumento del capital social con emisión de nuevas acciones (arts. 151 a 157 LSA), verificación del folleto por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (arts. 5 y sigs. del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo), apertura del período de suscripción y desembolso de las nuevas acciones, adjudicación de las suscritas, otorgamiento de la escritura de ejecución del acuerdo de aumento del capital social (que puede ser indepen-

diente respecto de aquella que documente el acuerdo de aumento: art. 166.5 RRM), inscripción de la operación de aumento en el Registro mercantil (art. 162.1 LSA) y, en fin, solicitud de admisión de los nuevos valores a negociación en mercado secundario oficial.

Con las modificaciones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores propone introducir se intenta evitar el retraso que inevitablemente se produce entre el momento en el que se acuerda la emisión de los valores y el momento en el que son admitidos a negociación en Bolsa. Se aumentaría así la «liquidez» del mercado español, eliminando la inscripción registral de la ejecución del acuerdo de aumento del capital social como presupuesto para la negociación bursátil de las nuevas acciones.

3.1.3. Ahora bien, repárese en que estas modificaciones conducen en la práctica a un sistema muy diferente del actualmente en vigor:

1º En primer lugar, la verificación de la emisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores constituye presupuesto para la inscripción del acuerdo de aumento (art. 112.1, párrafo primero). No sólo se produce la ruptura entre inscripción del acuerdo e inscripción de la ejecución, sino que la primera tiene que ser necesariamente posterior a la verificación de la emisión por dicha Comisión.

2º En segundo lugar, se establece la reducción del plazo para calificar el acuerdo de aumento, inscripción que se califica «de tramitación urgente y

preferente» (art. 112.1; párrafo segundo). El plazo de calificación de quince días (art. 39.1 en relación con art. 61 RRM) pasa a ser de diez (art. 112.1 II).

Al elaborar la Propuesta de Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas cotizadas, la Ponencia especial estudió específicamente la posibilidad de proceder a una drástica reducción del plazo para el ejercicio de la función calificadora, si bien consideró que la necesidad de acortar ese plazo, aunque muy acusada respecto de las sociedades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial, no era específica de estas sociedades. Por esta razón, no incluyó norma alguna en la Propuesta, si bien acordó sugerir a la Sección la reforma del reglamento del Registro Mercantil, reduciendo a seis días el plazo para calificar. Compartiendo el criterio de la Ponencia, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación considera que, con carácter general, debería reducirse el plazo de calificación. No se aprecia fundamento para que esa reducción se limite a un supuesto tan concreto y determinado como es el acuerdo de aumento del capital de sociedades anónimas que tengan valores admitidos a cotización. En todo caso, no se requiere una norma de rango legal para la reducción de ese plazo, por lo que recomienda una simple modificación de muy concretos artículos del vigente Reglamento del Registro mercantil (arts. 39 y 61).

3º Pero, además, con estas modificaciones se produce un efecto de extraordinaria importancia sobre el que

debe reparar el Ministerio de Justicia, y que a primera vista pudiera pasar desapercibido. Nos referimos a la posibilidad de que las nuevas acciones puedan transmitirse antes de la inscripción de la operación de aumento en el Registro mercantil. En el Derecho vigente, la Ley condiciona la transmisibilidad a la inscripción del acuerdo de aumento, y no de la ejecución de ese acuerdo (art. 62 LSA), pero como acuerdo y ejecución son objeto de inscripción simultánea (art. 162.1 LSA), las nuevas acciones no son susceptibles de ser transmitidas hasta que la operación en su conjunto figure inscrita en el Registro mercantil. En el caso de que prosperara la propuesta, las nuevas acciones podrían transmitirse desde el mismo momento en que sean admitidas a negociación en el mercado secundario oficial de valores, aunque, con posterioridad a esa admisión, no pueda inscribirse la ejecución del acuerdo de aumento.

3.1.4. No obstante, después de estudiar detenidamente otros sistemas jurídicos, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación comparte la idea de que, a pesar de algunas posibles disfunciones, resulta aconsejable autorizar la negociación de las acciones sin necesidad de que se practique la inscripción en el Registro mercantil de la ejecución de la operación. Para conseguir esta finalidad, en lugar del texto propuesto, sería suficiente con introducir en la Ley de Sociedades Anónimas una excepción a la regla de la inscripción simultánea del acuerdo de aumento del capital social y de la eje-

cución de ese acuerdo (art. 162 LSA), aunque con algunas cautelas dirigidas fundamentalmente a la protección de los terceros. Como la Ley de Sociedades Anónimas prohíbe la transmisión de acciones hasta la inscripción del acuerdo de aumento del capital social en el Registro mercantil (art. 62 LSA), es suficiente con autorizar la inscripción del acuerdo para que se produzca el efecto de reconocer la transmisibilidad desde esa inscripción.

El texto que la Sección propone se introduzca como párrafo segundo del apartado primero del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas, o quizá mejor como nuevo apartado segundo, desplazando al que ahora figura con ese número, es el que se transcribe a continuación:

«Por excepción a lo dispuesto en el apartado anterior, el acuerdo de aumento del capital social podrá inscribirse en el Registro mercantil antes de la ejecución de dicho acuerdo cuando concurren las dos siguientes circunstancias:

1º Cuando la emisión de las nuevas acciones hubiera sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2º Cuando, en el acuerdo de aumento del capital social, se hubiera previsto expresamente la suscripción incompleta.

Los administradores redactarán la nueva cifra de capital social una vez que esté ejecutado el acuerdo de aumento».

3.2. La práctica supresión de la calificación del Registrador mercantil en materia de ejecución del acuerdo de aumento del capital social.

Ahora bien, en materia de ejecución del acuerdo de aumento del capital social, se aprecia la práctica supresión de la función calificadora del Registrador mercantil. El sistema actualmente en vigor (art. 162.1 LSA en relación con los arts. 165 a 169 RRM) se sustituye por un nuevo sistema en el que el título es la certificación expedida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (art. 112.2 III). Con este sistema, se suprime la necesidad de elevar a público la ejecución del acuerdo y, sobre todo la función calificadora se traslada de hecho desde el Registrador mercantil al empleado de una simple sociedad anónima privada especial (art. 54 LMV), creándose así una muy importante excepción a un principio legal tradicional (art. 18.2 C. de c.), excepción cuyo ámbito podría ampliarse en el inmediato futuro.

La eliminación de la exigencia de escritura pública significa añadir una excepción más a los casos legalmente establecidos en los que se autoriza la práctica de la inscripción registral en virtud de documento privado (art. 18.1 C. de c.). La Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación no considera prudente esa supresión, prefiriendo que la ejecución del acuerdo se haga constar en escritura pública, aunque se incorpore a dicha escritura la certificación expedida por el Servicio.

3.3. La cancelación del acuerdo de aumento del capital social.

3.3.1. La práctica de la cancelación.

La cancelación del acuerdo de aumento del capital social, sea de oficio, sea a instancia de cualquier interesado, se prevé que tenga lugar –o, mejor, que «pueda» tener lugar– una vez hayan transcurrido seis meses desde la apertura del período de suscripción sin presentación en el Registro mercantil de la certificación antes indicada. Prescindiendo ahora del aparente carácter potestativo de la cancelación –que probablemente es consecuencia de un defecto de expresión–, es necesario destacar que esa cancelación exige la «previa comprobación» de la inejecución del acuerdo de aumento. La norma propuesta, sin embargo, no determina a quién corresponde llevar a cabo esa comprobación, así como tampoco los mecanismos que deberán utilizarse con tal finalidad, abriendo así un interrogante de especial gravedad. De otra parte el plazo de seis meses parece insuficiente, por lo que debería ampliarse.

3.3.2. El derecho a la restitución de las aportaciones.

En caso de cancelación se reconoce a los «suscriptores» el derecho a solicitar la restitución de las aportaciones realizadas (art. 112.3). Al establecer este derecho, a los defectos de la norma general contenida en la Ley de Sociedades Anónimas (y, muy especialmente, la previsión de una restitución «in natura» de bienes que pueden haber dejado de pertenecer a la sociedad), se añade el relativo a la titularidad del derecho. La norma propuesta reconoce como titular al suscriptor, olvidando que, por virtud del sistema que pretende establecer, las acciones pueden haber cambiado de manos. La

opción interpretativa es clara: o se reconoce el derecho única y exclusivamente a ese suscriptor, como resulta de la literalidad de la norma, sin perjuicio de las relaciones internas entre éste y los posteriores adquirentes de las acciones o de las obligaciones convertibles, o, superando la redacción ofrecida, se defiende que ese derecho corresponde al titular actual.

Estas consideraciones conducen a la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación a proponer una nueva redacción del actual apartado segundo del artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas —el cual daría lugar a distintos apartados—, aprovechando la ocasión para solucionar algunos de los principales problemas que suscita la redacción actual:

«3. En el caso de que el aumento del capital social quedara sin efecto por suscripción incompleta de las acciones emitidas, los administradores de la sociedad lo publicarán en el Boletín Oficial del Registro mercantil.

4. Los suscriptores de las nuevas acciones tendrán derecho a exigir la restitución de las cantidades que hubieran desembolsado o, en el caso de aportaciones no dinerarias, la realización por los administradores de los actos necesarios para restituir la titularidad de las mismas al momento anterior a la suscripción. Si la falta de inscripción fuera imputable a la sociedad, los suscriptores podrán exigir también, el interés legal.

5. En el caso de que la emisión de las nuevas acciones hubiera sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, transcurrido un año desde la conclusión del período de suscripción sin que se hubiera presentado a inscripción en el Re-

gistro mercantil la escritura de ejecución del acuerdo, el Registrador de oficio, o a solicitud de cualquier interesado, procederá a la cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento del capital social, remitiendo Certificación a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

6. Cancelada la inscripción del aumento, los titulares de las nuevas acciones emitidas tendrán el derecho a que se refiere el apartado cuarto de este artículo».

4. EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

Dos son los temas que se abordan por el texto elaborado por la Comisión especial nombrada por el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: el plazo mínimo para el ejercicio del derecho (art. 113.1) y el régimen de la exclusión del derecho de suscripción preferente (art. 113.2).

4.1. La reducción del plazo mínimo para la suscripción de las nuevas acciones.

Al igual que en la Ley de Régimen Jurídico de Sociedades Anónimas, de 17 de julio de 1951 (art. 92), la Ley 19/1989, de 25 de julio, fija en un mes el plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente (art. 158). La propuesta parte de la idea de que, en muchos casos, este plazo mínimo resulta excesivo para las sociedades cotizadas como consecuencia del dinamismo del mercado de valores, el cual, durante ese período, puede verse afectado por circunstancias muy variadas.

El tema ha sido objeto de un detenido análisis por parte de la Ponencia especial al elaborar la Propuesta de Anteproyecto de Ley de Sociedades anónimas cotizadas⁵ y por la propia Sección. A la reducción del plazo se objetó la dispersión del accionariado, que dificulta y, en algunas ocasiones, impide el efectivo conocimiento real por todos los accionistas de la apertura del período de suscripción. Se objetó también que la reducción del plazo podría constituir un importante obstáculo para el suscriptor, el cual tendría que reunir los fondos dinerarios necesarios para la suscripción en muy pocos días. Aun reconociendo la consistencia de estas objeciones, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación, aunque con reserva por parte de alguno de sus miembros, se manifiesta de acuerdo con la reducción del plazo mínimo para el ejercicio de este derecho en las sociedades anónimas cotizadas.

Esta especialidad no plantea problemas desde la específica perspectiva del Derecho de la Unión Europea. La Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, influida por el Derecho alemán (§186.2 AktG 1965), se contenta con exigir que ese plazo no sea inferior a catorce días:

«Se deberá ejercer el derecho de suscripción preferente en un plazo no inferior a catorce días a partir de la publicación de la oferta o de envío de las cartas de los accionistas» (art. 29.3).

5 Cfr. art. 74 de la Propuesta de Anteproyecto de Ley sobre Sociedades anónimas cotizadas, de 19 de mayo de 1998.

4.1.1. Ahora bien, parece preferible que la norma a introducir se integre en la Ley de Sociedades anónimas y, además, que el contenido sea más preciso y más completo que el que figura en el texto objeto de análisis. Así, la reducción del plazo mínimo no debería extenderse a aquellos casos en los que la sociedad sólo tuviera algunas acciones admitidas a cotización, y no todas; y debería igualmente quedar claro cuál es el «dies a quo» para el ejercicio del derecho.

De ahí que la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación proponga modificar el apartado primero del artículo 158 del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, introduciendo, además de esta excepción, una precisión en materia de competencia para acordar la duración del período de suscripción:

«En los aumentos del capital de sociedad con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, o de obligaciones convertibles, podrán ejercitar el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que posean o de las que corresponderían a los titulares de obligaciones convertibles de ejercitar en ese momento la facultad de conversión.

Cuando la Junta General de accionistas no lo hubiera determinado, los administradores fijarán el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, que no podrá ser inferior a un mes 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 que la sociedad tuviera todas las acciones admitidas a negociación en mercado secundario ofi-

cial, el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente no podrá ser inferior a quince días a contar desde esa publicación».

4.1.2. La reducción del plazo mínimo debería ir acompañada de alguna norma por la que se introdujeran algunas obligaciones y un régimen severo de responsabilidad para las entidades encargadas de la administración y de la gestión de valores negociables. En cuanto a las obligaciones, la principal es la relativa al plazo de comunicación al accionista de la apertura del plazo de suscripción; y, en cuanto a la responsabilidad por violación de ese deber de comunicación, sería muy conveniente introducir una obligación a cargo de la entidad de adquirir en el mercado, por cuenta y en nombre del accionista, los valores que, como consecuencia de la violación de ese deber, dicho accionista no hubiera podido suscribir, sin que esa adquisición sustitutoria o de reemplazo tenga para el administrado mayor coste que el que hubiera tenido la suscripción oportuna.

4.2. La exclusión del derecho de suscripción preferente.

Mucho más complejos son los temas relativos a la exclusión o limitación del derecho de suscripción preferente. El texto preparado por la Comisión especial nombrada por el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores aborda cuestiones muy delicadas, como son la relativa a la cláusula del interés social, la posibilidad de emitir valores «a cualquier precio» o la delegación de la facultad de emisión.

4.2.1. La cláusula del «interés social».

Uno de los temas que ha merecido más detenida consideración por parte de la Sección es el relativo al presupuesto objetivo para la exclusión o la limitación del derecho de preferencia. La propuesta respeta formalmente la configuración técnica de ese presupuesto en la Ley de Sociedades Anónimas, pero modifica materialmente su alcance:

«Se entenderá que la exclusión del derecho de suscripción preferente viene exigida por el interés social cuando se justifique razonablemente la conveniencia económica o jurídica de la operación para la sociedad» (art. 913.2, letra «a»).

A. El artículo 159.1 LSA.

a') A mediados del presente siglo, no constituía novedad alguna, en la mayoría de los Ordenamientos jurídicos europeos, la previsión normativa sobre la exclusión o la limitación del derecho de suscripción preferente. Ya el Código de comercio alemán de 1897 contemplaba esta posibilidad, que continuó estando presente en la Ley de sociedades por acciones de 1937 (§153) y en la vigente Ley de Sociedades de 1965 (§186.4). Las necesidades de la realidad económica y social explican que una norma semejante pronto se introdujera en otras legislaciones significativas: así, en el Derecho francés la exclusión se introdujo por el Decreto-Ley de 8 de agosto de 1935 y en el Derecho italiano en el Código civil de 1942 (art. 2.241). No es de extrañar, por consiguiente, que la Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, destinada a coordinar las garantías exigibles en

los Estados miembros en materia de constitución de la sociedad anónima así como en materia de conservación y de modificación del capital social, imponga a las legislaciones de esos Estados miembros la obligación de prever que la Junta General pueda suprimir o limitar ese derecho de preferencia, fijando los requisitos esenciales de ese acuerdo (v. art. 29.4). Entre esos requisitos, la norma comunitaria no se refiere al interés social.

En esta materia —como en tantas otras—, la Directiva acusa una gran deuda con la Ley alemana de sociedades por acciones de 1965 (§186.4 AktG), que, al ocuparse de la posible exclusión o limitación de este derecho, tampoco se refiere al interés de la sociedad. Es lo cierto, sin embargo, que la doctrina y la jurisprudencia alemanas, a la hora de interpretar la norma correspondiente, coinciden en señalar —aunque con diferencias importantes en las opiniones doctrinales y en las distintas sentencias recaídas— que ese acuerdo de supresión o de limitación del derecho de preferencia tiene que legitimarse desde el interés de la sociedad, debiendo considerarse impugnabile en otro caso: el interés social es el presupuesto material de la operación (v., por todos, M. LUTTER, en «Kölner Kommentar zum Aktiengesetz», Tomo 5/1, 2ª ed., Colonia [Heymann], §186, Anm. 61 y sigs.).

A la hora de incorporar el Derecho interno la Directiva 77/91/CEE, el legislador español podía haberse limitado a introducir los requisitos exigidos por la norma comunitaria. Sin embargo, consideró oportuno —sin duda, con acierto— hacer explícita la

exigencia de ese presupuesto material. Entre las fórmulas legislativas que podrían servir de modelo, la Ley 19/1989, de 25 de julio, se inclinó en esta materia por el Código civil italiano de 1942 que —como ya hemos indicado—, desde mucho antes de la aprobación de la citada Directiva, requería que la supresión o la limitación del derecho de suscripción preferente fuera exigencia del interés social:

«Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale (...)» (art. 2241 párrafo quinto, Codice civile italiano).

«En los casos en que el interés social así lo exija, la Junta General, al decidir el aumento del capital podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente [...]» (art. 159.1 del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre).

a") La doctrina española mantiene posiciones muy diferentes a la hora de interpretar la norma legal transcrita. Aun a riesgo de simplificar el estado de la cuestión, podría decirse que dos son las principales tesis defendidas: una interpretación estricta, apegada a la literalidad de la norma legal; y una interpretación amplia, más o menos flexible, según quien la propugne, que tiende a relativizar el alcance de este presupuesto de fondo.

Si nos atenemos a la literalidad del precepto —esto es, si nos fijamos en la utilización por la norma del verbo «exigir», de muy claro significado—, tendría que defenderse que, para ser legítima, la exclusión del derecho de

suscripción preferente debe ser necesaria para la satisfacción del interés de la sociedad. Y ésta ha sido, en efecto, la interpretación que defienden algunos autores:

«[...] el vínculo existente entre el interés de la sociedad y la supresión del derecho es de “necesidad”, en tanto que deberá darse una incompatibilidad auténtica entre el interés que se propone conseguir la sociedad y el interés de los socios a no ver alterada su posición en la misma [...]. El nexo causal que debe mediar entre el interés de la sociedad y la supresión total o parcial del derecho no puede ser, por tanto, más que de necesidad, y no de mera conveniencia en oportunidad [...]. Pero esto, entiéndase bien, no significa que la sociedad se encuentre en “estado de necesidad” del que sólo pudiera evadirse mediante el recurso a esta medida, ni que de ella dependa la subsistencia de la sociedad (C. ALONSO LEDESMA, “La exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas”, Madrid (McGraw-Hill), 1995, pág. 50 y sig.; en sentido semejante L. A. VELASCO SAN PEDRO, “El derecho de suscripción preferente”, en VV. AA., “Derecho de sociedades anónimas”, Tomo III, volumen I, Madrid [Civitas], pág. 562 y sig.)».

Frente a esta interpretación amplia, no faltan quienes, desde planteamientos metodológicos muy heterogéneos, propugnan una interpretación más flexible de la norma, o, incluso, una interpretación «muy laxa» (v. J. ALFARO, «Interés social y derecho de suscripción preferente», Madrid, 1995, *passim*). Y no faltan tampoco quienes se sitúan en un posición intermedia, reconociendo que la «necesidad» de la medida de supresión o limitación admite gradaciones y

matizaciones, por lo que interpretan el precepto en un término equidistante de la «extrema necesidad» y la «mera conveniencia»:

«[...] la exclusión del derecho de suscripción preferente debe aparecer, en la situación concreta y según un juicio empresarial, como medio idóneo para alcanzar una finalidad de interés social» (P. PANES, «Exclusión del derecho de suscripción y tutela del accionista», en *Cuadernos RDBB*, número 1, Madrid [Edersa], 1995, pág. 102).

Ciertamente la interpretación estricta no es la de los Tribunales de Justicia en los Ordenamientos jurídicos más significativos. Así, en el Derecho alemán —en el que, como antes hemos recordado— la cláusula del interés social no es cláusula legal expresa —la jurisprudencia— desde el caso «Kali + Sala AG (1978)», verdadero paradigma en la materia considera que es suficiente una «justificación objetiva» de la supresión del derecho de suscripción preferente de modo tal que esa supresión sea el «mejor medio» para alcanzar el objetivo que la sociedad pretende satisfacer, siempre que los perjuicios que esa supresión ocasione a los accionistas sean «proporcionados» al interés de la sociedad en la consecución de aquel objetivo (v. D. VÁZQUEZ ALBERT, «Las nuevas tendencias en materia de exclusión del derecho de suscripción preferente en Alemania», en *Cuadernos RDBB*, número 1, Madrid [Edersa], 1995, pág. 157 y sig.). Y lo mismo acontece en el Derecho italiano —en el que, como también antes hemos recordado, se ha inspirado directamente la Ley española—: la Corte de casación, a pesar de la literalidad

de la norma, se contenta con exigir que, aunque no sea absolutamente necesario, sea «preferible y racionalmente más conveniente» para el interés social la exclusión o la limitación del derecho de suscripción preferente (Cass. de 30 de octubre de 1970, núm. 2264, en Foro it., 1970, I, pág. 2652; Cass. de 28 de junio de 1980, núm. 4089, en Giur. it., 1981, I, 1, pág. 786; Cass. de 13 de enero de 1987, núm. 133, en Nuova Giur. civ., 1987, I, pág. 755, con nota de G. ZANARONE; v. ampliamente G. GIANNELLI, «Esclusione del diritto di opzione», Rivista delle Società, 1988, pág. 757 y sigs., en particular pág. 776 y sigs.).

B. La contraposición entre «necesidad» y «conveniencia».

Las consideraciones anteriores permiten apreciar que la propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores no es sino un intento de convertir en norma legal la interpretación jurisprudencial más generalizada en los Ordenamientos jurídicos más significativos. El texto prelegislativo objeto de examen pretende eliminar los problemas de interpretación que plantea la norma general, reduciendo el alcance del presupuesto de fondo de toda exclusión o limitación del derecho de suscripción: en lugar de que el interés social así lo exija se contenta con una justificación razonable de la conveniencia, sea económica o jurídica.

Desde un punto de vista sustancial, estamos ante un tema opinable, en el que es posible defender soluciones más o menos amplias, condicionadas algunas de ellas por la concepción

que se pueda tener de lo que es la sociedad anónima. Pero, en el momento presente, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación considera preferible no modificar, directa o indirectamente, la norma legal general, dejando a la interpretación jurisprudencial el alcance de la cláusula del interés social, una interpretación que, partiendo de los datos legislativos, deberá estar más próxima a la que hemos denominado interpretación estricta que a las interpretaciones más o menos flexibles.

Con independencia de esta observación, y entrando ya en el texto de la propuesta, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación plantea dos objeciones fundamentales a la redacción ofrecida:

a) La primera objeción, meramente de forma, por cuanto que no constituye buena técnica jurídica ofrecer una interpretación legislativa de una norma legal preexistente. O se modifica la norma legal, si se considerase errónea o, al menos, imprecisa, o, por el contrario, se debe dejar la interpretación de la misma a los Tribunales de Justicia. Pero es que, además, como ha señalado con acierto uno de los Vocales de la Sección, la redacción que presenta la Comisión Nacional del Mercado de Valores «puede considerarse, ante todo, paradójica; entiende que lo que es, simplemente, conveniente resulta exigido». Bajo la forma de una definición —o, quizás, de una presunción— se desvirtúa la literalidad de la expresión normativa, sustituyendo la «necesidad» por la mera justificación razonable de

la «conveniencia» de la exclusión o de la limitación del derecho de preferencia.

b) La segunda objeción, de fondo, se refiere a que no resulta procedente modificar el alcance del presupuesto objetivo de la exclusión por la simple razón de que la sociedad tenga valores admitidos a cotización. Una cosa es el problema de la oportunidad o no de una solución legal determinada, aplicable a toda clase de sociedades anónimas, y otra muy distinta que deba establecerse un presupuesto de fondo diferente según que la sociedad tenga o no valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. De prosperar la redacción propuesta, las sociedades cotizadas podrían con extraordinaria facilidad acordar la supresión o la limitación del derecho de suscripción preferente de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles. Sería suficiente con acreditar la conveniencia económica o jurídica de la supresión o de la limitación. Ciertamente, se podría argumentar que el accionista que se ve privado de ese derecho puede reconstituir el porcentaje de acciones respecto de la cifra del capital social mediante simples adquisiciones en la Bolsa. Pero, aunque sea exacta esta apreciación para la mayoría de las hipótesis, existen otras en las que esa reconstitución del porcentaje o no es posible o sólo puede realizarse en condiciones más gravosas que aquellas en que hubiera podido ser ejercitado el derecho de preferencia.

En todo caso, incluso aunque se considerara aceptable la sustitución

del presupuesto objetivo, la propuesta no merecería prosperar por otras consideraciones. Así, en primer lugar, porque la «conveniencia» es ajena al control judicial. Los Jueces y los Tribunales, que ya tienen graves dificultades para efectuar el «juicio de la necesidad», se encuentran imposibilitados para efectuar el «juicio de la mera conveniencia». Si prosperara la norma objeto de análisis, sería extraordinariamente raro que un Juez o un Tribunal declarara la nulidad de un acuerdo de exclusión o limitación del derecho de suscripción preferente. Y, en segundo lugar, porque, en rigor, en la norma propuesta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el presupuesto para la supresión o la limitación del derecho ni siquiera es la «conveniencia», sino meramente la «justificación razonable» de esa conveniencia.

4.2.2. El precio de emisión.

La propuesta no sólo pretende reducir o, de hecho, eliminar el juego de la cláusula del interés social, sino que suprime dos de los mecanismos establecidos por la Ley en defensa de quienes ostentan la condición de accionistas y de obligacionistas convertibles en el momento del acuerdo de aumento del capital social. Suprime, en primer lugar, la exigencia de que el valor nominal de las acciones a emitir más, en su caso, el importe de la prima de emisión se corresponda con el valor real que resulte del informe del auditor de cuentas de la sociedad (art. 159.1, letra «c», LSA); y, como lógica consecuencia de la supresión anterior, elimina también el informe de auditor sobre el valor real de las

acciones de la sociedad y sobre la exactitud de los datos contenidos en el informe de los administradores (art. 159.1, letra «b», LSA). Mientras que, en el caso de aumento del capital social con exclusión o limitación del derecho de suscripción preferente, la legislación general exige el informe del auditor incluso cuando la sociedad no está obligada a auditar las cuentas, la legislación especial lo convertiría en simplemente potestativo. Según la propuesta, la sociedad podría emitir las nuevas acciones u obligaciones convertibles «a cualquier precio» y sin necesidad de informe de auditor sobre el valor real de las nuevas acciones (art. 113.2, letra «b»). El mercado se convierte así en supremo árbitro de la operación: se podrían emitir nuevas acciones con destino a personas distintas de los accionistas y de los titulares de acciones convertibles a un precio inferior al de las acciones y obligaciones convertibles en circulación, diluyendo de este modo el valor de la participación de los antiguos accionistas.

De prosperar la redacción propuesta, los acuerdos de exclusión o de limitación del derecho de suscripción preferente serían perfectamente conformes a Derecho si se justificara formalmente por los administradores el precio de emisión de las nuevas acciones. De este modo, se traslada al Juez una delicada decisión acerca de la validez de un acuerdo sin que ni siquiera pueda contar con el informe del auditor, el cual pasa de ser requisito necesario a simple documento potestativo. Naturalmente, la Sección de Derecho mercantil de la Comisión

General de Codificación se manifiesta totalmente contraria a la supresión de esas esenciales garantías de los antiguos accionistas.

No deja de llamar la atención, sin embargo, que la propuesta se haya ocupado de la tutela de los obligacionistas convertibles en el caso de que se suprima o se limite el derecho de suscripción preferente, exigiendo una «fórmula de ajuste» de la relación de cambio que compense la eventual dilución del derecho de conversión (art. 113.1, letra «d»).

4.3.2. La delegación en el órgano de administración de la facultad de excluir o limitar el derecho de suscripción preferente.

En ese afán de facilitar emisiones de nuevas acciones, la propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se muestra favorable a la delegabilidad del acuerdo de exclusión o limitación del derecho de preferencia (art. 113.2, letra «c»). Mientras que la posibilidad de excluir o de limitar ese derecho por acuerdo de la Junta General de accionistas era exigencia de la Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976 (art. 29.4), la delegabilidad de esta facultad en el órgano de administración no lo era. La Directiva se limitaba a autorizar que la escritura de constitución de la sociedad, los Estatutos sociales o la Junta General, con determinados requisitos, delegara dicha facultad «al órgano de la sociedad habilitado para decidir sobre el aumento del capital suscrito dentro de los límites del capital autorizado» (art. 29.5).

Al elaborar la Propuesta de Anteproyecto de Sociedades Anónimas Cotizadas, la Ponencia especial ya tuvo ocasión de estudiar esta materia, analizando los argumentos en favor y en contra de la delegabilidad. Al final se consideraron de mayor importancia los argumentos contrarios, optando por no introducir norma alguna habilitando a las Juntas Generales para acordar la delegación de esa facultad. El argumento decisivo para esta solución —que es también la de la Ley 19/1989, de 25 de julio— se encuentra en que los acuerdos adoptados por delegación no pueden adoptarse con las mismas garantías de que goza el accionista si el acuerdo permanece en el ámbito competencial de la Junta General. Y de ahí que la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación se manifieste en contra de esta innovación.

En el caso de que el Ministerio de Justicia y el Gobierno tuvieran un criterio contrario, la Sección desea hacer constar las claras insuficiencias del régimen jurídico previsto en la propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En ella se considera bastante un informe justificativo del acuerdo de delegación y del destino «previsible» de las nuevas acciones u obligaciones convertibles; pero no se contemplan las consecuencias de que esas nuevas acciones y obligaciones convertibles tengan un destino distinto del previsto. De otro lado, cuando los administradores hagan uso de la facultad delegada, la propuesta establece el deber legal de presentar, en la primera Junta General que se reúna, un informe «razonando los mo-

tivos de la exclusión y la justificación del previo de emisión de las nuevas acciones u obligaciones convertibles»; pero ese documento sólo parece tener efectos informativos. Si no fuera así, no se explicaría la falta de previsión de los efectos que tendría un acuerdo de esa primera Junta General que fuera contrario bien a la justificación de la exclusión o de la limitación, bien al precio de emisión de las nuevas acciones u obligaciones convertibles, las cuales, se habrían puesto en circulación y habrían podido ser transmitidas mucho antes de que la Junta General de accionistas hubiera tenido oportunidad de pronunciarse sobre la corrección del ejercicio por los administradores de la facultad delegada.

5. OBLIGACIONES (arts. 115 y 116)

Con relación a la propuesta de regulación de emisión de obligaciones, ya ha quedado anotado que llama la atención que se proponga una modificación, en primer lugar, de algunos aspectos del régimen vigente de las obligaciones convertibles y, posteriormente, se trate, sin la debida coordinación, del régimen de las obligaciones en general, cuando, como es sabido, la doctrina mayoritaria considera que las convertibles no son sino una modalidad —con importantes especialidades— de aquéllas (v. referencias en la doctrina italiana, cuyo C.c. reformado tanta influencia tuvo sobre nuestra LSA vigente, G. F. CAMPOBASSO, en «Trattato delle società per azioni», dir. por COLOMBO y PORTALE, vol. 5, pág. 445. Entre nosotros L.

ANGULO, «Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas», dir. F. SÁNCHEZ CALERO, vol. VII, págs. 390-391). Parece, por consiguiente, que es conveniente comenzar por la propuesta de la modificación del régimen de las obligaciones en general (artículo 116 de la propuesta), para luego entrar en el régimen de las convertibles.

1. Las obligaciones en general.

1.1. Consideraciones preliminares.

La Ponencia encargada de la redacción de la Antepropuesta de Ley General de sociedades mercantiles, en el borrador de esquema entregado a la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación, indicó que era su propósito incluir en esa Antepropuesta un capítulo dedicado a la emisión de obligaciones, si bien tal capítulo habría de tener, por un lado, una cierta amplitud para regular las distintas modalidades de obligaciones que se han desarrollado en el mercado de valores y, por otro, mantener una restricción en cuanto a la referencia de las sociedades emisoras, limitando tal posibilidad a las sociedades anónimas y, por remisión (aun cuando con una importancia práctica reducida) a las sociedades comanditarias por acciones. Todo ello sin olvidar la necesidad de coordinar esas normas con los supuestos en los que otras personas jurídicas privadas pueden emitir obligaciones (v. gr. asociaciones, fundaciones y personas jurídicas de Derecho privado), y que determinadas modalidades de obligaciones, como acontece con las convertibles, canjeables por acciones o

con simple derecho de opción, precisaran una regulación completa. Estas consideraciones ponen de manifiesto que la Ponencia siempre ha sido consciente de la especial dificultad de la regulación del régimen de las obligaciones y de la necesaria coordinación de diversos supuestos.

La propuesta que se informa parece desentenderse del hecho de que los artículos 115 y 116 inciden de lleno en su sistema sobre el régimen de las obligaciones –discutible en este caso, como en tantos otros– que tiene una cierta armonía dentro del capítulo X de la vigente LSA (que queda reducido según esa propuesta a norma de aplicación supletoria). Al propio tiempo, la propuesta pretende extender la aplicación también supletoria, respecto al artículo 116 proyectado (dice el apartado 1º de este artículo 116 en su parte final) de la «Ley 211/1964, de diciembre de 1964, sobre emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas», cuando –al margen que por la defectuosa redacción de este párrafo seguramente quiso decirse otra cosa– debe observarse que tal Ley 211/1964, aparte de haber sido dictada en fecha determinada (24 diciembre 1964), llevaba como título preciso el de la «emisión de obligaciones por Sociedades colectivas, comanditarias o de responsabilidad limitada, por Asociaciones u otras personas jurídicas». Ley modificada –como es bien sabido– por la disposición adicional tercera de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, que, a partir de su entrada en vigor, prohibió la emisión de obli-

gaciones a «las personas físicas y las sociedades civiles, colectivas y comanditarias simples».

Si la modificación parcial de una Ley, como podría ser la de sociedades anónimas, resulta difícil en este campo, lo es más cuando se pretende efectuar una modificación que afecta también a la Ley 211/1964 y a otras normas especiales, como por ejemplo las relativas a las entidades de crédito y, según parece, a la deuda pública.

Los Vocales de esta Sección que han remitido observaciones, no han juzgado benévolamente el acierto de la propuesta. Uno de ellos afirma que «el trámite de emisión [de obligaciones] resulta confuso», otro afirma que el texto resulta, «en no pocas ocasiones, técnicamente defectuoso» y hay quien afirma que la propuesta «suprime una serie de garantías que hasta ahora se han considerado claves para la misma» (pág. 6).

Tras estas consideraciones generales parece oportuno entrar a comentar algunos aspectos concretos de la propuesta que se informa.

1.2. La supresión del límite máximo de emisión.

El artículo 116.2 dice que «las sociedades» (suponemos que se refiere a las anónimas cotizadas) pueden emitir obligaciones «sin sujeción al límite de emisión previsto en el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas».

Respecto a este punto conviene hacer notar: 1º Tal límite no opera en la actualidad en los supuestos indicados en algunos párrafos del artículo 284 de la Ley de Sociedades Anónimas, concretamente en los casos a) [garan-

tía con hipoteca mobiliaria o inmobiliaria], b) [prenda de valores depositados en un banco], d) [garantía por parte del Estado, Comunidad Autónoma, Provincia o Municipio] y e) [aval solidario de una entidad de crédito]; 2º Tampoco opera tal límite en aquellos supuestos previstos por algunas leyes especiales; así, por ejemplo, la disposición adicional 4ª de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de entidades de crédito, señala de forma expresa que no afecta el límite del artículo 282 a estas entidades; y la disposición adicional primera de la Ley 3/1994, de 14 de abril, establece que tal límite tampoco afecta a los establecimientos financieros.

Uno de los vocales no ve justificado que se suprima con carácter general para las sociedades cotizadas ese límite que «trata de mantener el equilibrio entre capital social (y reservas) y el importe de la financiación por obligaciones (o títulos semejantes) a fin de evitar situaciones de crisis económica de la empresa social», en segundo término —sigue diciendo— «la emisión de obligaciones es un medio de financiación que afecta decisivamente a la estructura financiera de la sociedad, y en mayor medida cuando el importe de las emisiones de obligaciones puede superar el importe de los recursos propios». Otro indica que «no parece que las necesidades operativas del mercado de valores exijan la no aplicación de la normativa establecida en el artículo 282 de la Ley de sociedades anónimas». Y hay quien califica la propuesta de peligrosa, ya que «era el límite tradicio-

nalmente considerado prudente y no sólo dirigido a la protección de los accionistas, sino también de la propia sociedad, y esto es tanto más grave cuanto no se establezca otro límite más alto, sino que se suprime por las buenas el límite pudiendo, por esta vía, llegar a situaciones francamente peligrosas». De ahí que se trate de una propuesta que, como otras de las sugeridas en la propuesta, van directamente contra uno de los fines esenciales de la Ley del Mercado de Valores, cual es la protección del inversor.

Parece, por consiguiente, que ni la medida es oportuna con carácter general y que, aun menos, exista la urgencia para adoptarla. Todo ello sin olvidar que en los casos que se consideraron necesarios, como ha quedado indicado, ya no opera ese límite, como acontece con relación a las entidades de crédito (cualquiera que sea su naturaleza, societaria, fundacional o asociativa).

1.3. La atribución al órgano de administración de la competencia para emitir obligaciones.

La propuesta propugna atribuir la competencia para emitir obligaciones al órgano de administración de la sociedad.

El régimen vigente de atribuir a la Junta General de la sociedad anónima la competencia para acordar la emisión de obligaciones, con la posibilidad de delegar en los administradores bajo ciertas condiciones, tiene su paralelo en otros Ordenamientos. Así, la Ley francesa de sociedades (arts. 286 y 287, aun cuando el art. 288 prevé una excepción para cierta clase de

ellas), el Código civil italiano (art. 2365), el Código de las sociedades portugués (art. 350). La Ley alemana de sociedades anónimas reserva la competencia de la Junta no simplemente para la emisión de obligaciones convertibles, sino también respecto a las de interés variable (§221).

Uno de los Vocales que formularon observaciones a la propuesta indica que las obligaciones son «un medio de financiación cuya utilización debe atribuirse a la Junta General». En sentido similar, otro de los Vocales también se manifiesta partidario de mantener la competencia de la Junta General, y añade: «Bien está que se admita y se regule la delegación en el órgano de administración a los efectos de ejecutar o acordar la emisión de obligaciones. Pero alterar básicamente la regla de distribución de competencias hasta ahora vigente no es algo que parezca exigido por la operativa del mercado de valores». Igualmente otro considera inadecuado que se conceda «la facultad de emitir obligaciones al órgano de administración, que a su vez al ser una competencia propia podrá delegarlo en comisiones delegadas o incluso en consejeros delegados, lo que implicará que un tema tan grave como el endeudamiento que puede ser ilimitado de la sociedad puede ser llevado a cabo por el órgano de administración, con frecuencia presionada por las circunstancias».

La posibilidad que la Junta General delegue la facultad de emitir obligaciones en los administradores en los términos amplios previstos en el artículo 319 del Reglamento del Regis-

tro Mercantil, no parece que justifique que se prive de esa competencia a la Junta General, y menos que exista urgencia en atribuir legalmente a los administradores de las sociedades cotizadas la competencia de emitir obligaciones, cuando un problema importante y vivo es precisamente el contrario de poner límites al extraordinario poder que, de hecho, tienen los administradores en esas sociedades.

1.4. El carácter facultativo de la escritura pública de emisión de obligaciones y de la inscripción en el Registro mercantil.

La escritura pública de emisión, prevista en el artículo 285 de la Ley de Sociedades Anónimas y su inscripción en el Registro mercantil, son garantías en favor de los obligacionistas que no se deben eliminar haciendo prevalecer sobre sus intereses los de los emisores. La Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación entiende que la demora o dificultades en la emisión de las obligaciones no son debidas a los requisitos exigidos por ese artículo, sino seguramente a los establecidos por el RD 291/1992, de 27 de abril sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, los cuales seguramente pueden dificultar la necesaria agilidad del mercado primario de valores (Disposición completada por la Orden de 12 de julio de 1993 y otras disposiciones reglamentarias; sobre esa disposición, v. AA. VV. Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta [OPVs] de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992, dir. por F. SÁNCHEZ CALERO, Madrid 1995, 1.169 págs.). A este

respecto los Vocales que han emitido observaciones a la propuesta se muestran contrarios a la pretendida supresión de esas garantías formales.

Ciertamente, la propuesta pretende convertir en meramente potestativo el otorgamiento de escritura pública para la emisión de obligaciones o bonos (art. 116.4 III). Sin embargo, se trata de una innovación que, en principio, resulta más aparente que real. En efecto, es bien conocido que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requiere siempre el otorgamiento de escritura pública, la cual, por lo general, suele ser la propia escritura de emisión (art. 7 LMV). Comoquiera que las acciones y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial necesariamente habrán de estar representadas por medio de anotaciones en cuenta (disposición adicional 1ª.5 LSA), es evidente que, antes o después —es decir, al emitir o al solicitar la admisión a cotización— deberá otorgarse dicha escritura.

Sin embargo, la afirmación del carácter potestativo de ese otorgamiento está en estrecha relación con la norma que el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, pretende introducir en el Derecho español: aquélla según la cual no será precisa la escritura pública «para los instrumentos financieros que se negocien en mercados secundarios oficiales de futuros y opciones y en los demás supuestos que el Gobierno establezca, en las condiciones que reglamentariamente se señalen» (art. 6 in fine, según la

redacción dada por el Proyecto de Ley). Si esta norma adquiriera rango legal, el Gobierno, en cualquier momento, podría suprimir la exigencia de la escritura pública no sólo para la emisión de obligaciones y admisión de las mismas a negociación en mercado secundario oficial, sino incluso para la emisión de nuevas acciones por sociedades cotizadas. En tales casos, la eliminación de la necesidad de otorgamiento de escritura pública no sería, pues, el resultado de una opción de política legislativa, previamente estudiada y debatida por los Grupos parlamentarios, sino meramente la consecuencia de una opción gubernamental en ejercicio de tan anómala facultad legal.

No es necesario poner de manifiesto las ventajas que comporta la escritura pública en orden a la emisión de valores y en orden al sistema de representación. Pero sí parece necesario llamar la atención del Ministerio de Justicia sobre la grave anomalía que significa esta auténtica «deslegalización» de la exigencia de este tradicional requisito. El carácter esencial o meramente potestativo de la escritura pública no sería materia legal, sino meramente reglamentaria.

Por supuesto, en el Proyecto de Ley no se han considerado los efectos reflejos que en el Derecho de sociedades produciría la supresión, así como tampoco los problemas de carácter procesal. Así, por ejemplo, parece fuera de duda que aquellas obligaciones emitidas sin que la emisión conste en escritura pública carecerían de fuerza ejecutiva (art. 1429-7º LEC; v. también art. 521 AntLEC.).

1.5. La supresión del sindicato de obligacionistas.

La propuesta aboga con claridad por la supresión del sindicato de obligacionistas, pero deja a la voluntad del emisor la convocatoria de una «asamblea de obligacionistas» de acuerdo con lo previsto en la Ley de Sociedades Anónimas, o «servirse de cualquier otro procedimiento que garantice debidamente la información y la voluntad efectiva de los obligacionistas» (art. 116.5, parr. 1º). En el apartado segundo de este mismo apartado establece determinadas mayorías para la aprobación de ciertas modificaciones de las condiciones de la emisión. El apartado sexto del artículo 116, quizá como remedo de la desaparición del Comisario, prevé que el emisor pueda designar a una entidad de crédito o una sociedad o agencia de valores para que defienda los intereses de los obligacionistas. Pero estas normas se expresan de forma tan imprecisa que en modo alguno deberían alcanzar el rango de precepto legal.

La Sección de Derecho mercantil entiende que, efectivamente, la propuesta no es afortunada en lo que a la supresión del sindicato se refiere. Salvo en lo relativo a los límites del poder de la asamblea de obligacionistas (en el caso de que se constituya), los intereses de los obligacionistas aparecen desprotegidos, confiando exclusivamente en las fuerzas del mercado y en la eventual actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

1.6. La necesidad de una regulación sustantiva de la emisión de obligaciones.

1.6.1. La necesidad.

La experiencia de la aplicación del régimen vigente pone de manifiesto la necesidad de la formulación de un nuevo régimen sustantivo de la emisión de obligaciones. El contenido de la Ley de Sociedades Anónimas no es satisfactorio y menos aún el contenido en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre.

La regulación española de la Ley de Sociedades Anónimas, en su texto originario de 1951 que fundamentalmente ha pasado al vigente, tuvo en cuenta de modo especial la regulación del Código de las Obligaciones suizo (arts. 1157 a 1186) y la más resumida del Código civil italiano (arts. 2415 a 2420), con matices originales, que, sin duda, han de ser objeto de una medida y discutida revisión. La Ley 211/1964, de 24 de octubre, establece el deber de la constitución del sindicato de obligacionistas con designación del comisario (arts. 2 y 6.1), si bien, por la posibilidad de emisión por parte de Asociaciones y personas jurídicas no inscritas, el sindicato podía no constituirse, y aún en tal supuesto la constitución había de producirse necesariamente si lo solicitaba el treinta por ciento de la emisión, con el régimen previsto en los artículos 7 a 12 de esa Ley (de la que es supletoria la LSA). Los defectos de esta Ley 211/1964 y la ineficacia de la misma, como es sabido, son superiores a la Ley de Sociedades Anónimas y se han limitado en parte al haberse supri-

mido la posibilidad de emitir obligaciones las sociedades personalistas y las de responsabilidad limitada, aun cuando queda vivo el problema de la emisión de las obligaciones por Asociaciones o personas jurídicas no inscritas en el Registro mercantil (v. art. 310 y ss. para el caso de su inscripción). Lo que ha originado algunos problemas graves, con daño de los obligacionistas, que se paliaron en parte en el caso de que fuera pública la suscripción con la promulgación del RD 291/1992, de 27 de marzo, al que nos hemos referido.

Todo ello abona, como se ha dicho, la necesidad de una nueva regulación sustantiva de la emisión de obligaciones, que la Sección tiene el propósito de incluir en la Antepropuesta de Ley General del Sociedades mercantiles. Pero, en todo caso, sería un grave error que prosperase un texto como el contenido en el artículo 116 examinado.

1.6.2. Una propuesta alternativa.

La Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación considera que no se dan las circunstancias precisas para que, con carácter de urgencia, se dicte alguna norma que afecte a los problemas que subyacen en el artículo 117 propuesto. Pero, si se estimase lo contrario, estima que podría modificarse la LSA vigente en los siguiente términos:

«El apartado 2 del artículo 283 tendrá la siguiente redacción.

2. Serán condiciones necesarias la constitución de una Asociación de Defensa o Sindicato de obligacionistas y la

designación, por la sociedad, de una persona, natural o jurídica, que con el nombre de Comisario, concorra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas. El Comisario no ha de tener ningún vínculo de relación o dependencia con la sociedad emisora. Su nombramiento decaerá en el momento que deba convocar la Asamblea prevista en el artículo 297».

«El actual apartado 3 del artículo 301 pasará a ser el 4 de ese artículo, en el que se introduce un nuevo apartado 3 que dice:

3. Para que la Asamblea General pueda acordar válidamente una modificación de las condiciones de la emisión será necesaria la concurrencia de los porcentajes de obligacionistas titulares de obligaciones en circulación previstos en el artículo 103 de esta Ley para la Junta General de accionistas».

«Se introduce un apartado 4 en el artículo 304 que dice:

4. Con independencia de ejercicio de la acción de responsabilidad contra el Comisario, que puede acordar la asamblea de obligacionistas aun cuando no conste en el orden del día, cualquier obligacionista está legitimado para el ejercicio contra él de la acción de responsabilidad por los actos que lesionen directamente sus intereses».

2. Las obligaciones convertibles y las canjeables.

En el artículo 115 de la propuesta se prevén importantes reformas respecto a las acciones convertibles, incluyendo dentro del mismo el régimen de las obligaciones canjeables.

2.1. La orientación general de la propuesta respecto a las obligaciones convertibles en acciones.

El artículo 292 de la Ley de Sociedades Anónimas condiciona la posibilidad de emitir obligaciones en acciones depende de que «la Junta General determine las bases y las modalidades de la conversión y acuerde el aumentar el capital social en la cuantía necesaria». La propuesta parte de la interpretación –no admitida por la mayoría de los autores– que el precio de conversión fijado por la Junta ha de ser fijo y ha de venir determinado en el mismo momento de la emisión⁶. Bajo este presupuesto la propuesta prevé:

a) que cuando «el precio de conversión sea fijo» se aplica el régimen previsto en la Ley de Sociedades Anónimas para las obligaciones convertibles;

b) que cuando la relación de conversión se haga depender de la cotización en el mercado durante uno o varios períodos determinados, o de cualquier otra fórmula equivalente

6 V. referencias a nuestra doctrina en ÁNGULO, Comentario, VII, págs. 393-396, donde se muestra claramente contrario a tal interpretación, con referencia a la práctica de tipos de conversión variables. El artículo 2420 bis. 1 del Código italiano es más restrictivo que el artículo 292 de la LSA ya que exige la determinación en el acuerdo de emisión de «la relación de cambio y el período y las modalidades de la conversión», si bien se interpreta que no necesariamente «la relación de cambio deba fijarse en modo rígido y uniforme... (ya que) no se puede excluir a priori la legitimidad de criterios más articulados que no choquen contra el principio de la determinación inicial del mismo», CAMPOBASSO, Trattato, 5, pág. 453.

surge un régimen especial para las sociedades cotizadas, que implica:

b') que los obligacionistas carecen de derecho de suscripción preferente de nuevas acciones (no siendo aplicable por tanto el artículo 158.1 de la LSA), ni de las nuevas obligaciones convertibles (no siendo aplicable el artículo 293.2 de la LSA) que se puedan emitir con anterior al cierre del período de conversión;

b'') que tampoco tendrán derecho a la modificación de la relación de cambio de obligaciones por acciones, o de reducción de capital por pérdidas (no siendo aplicable —en este caso parece que parcialmente— el artículo 294.2 y 3);

b''') que se admite la emisión de obligaciones convertibles por debajo del valor nominal (frente a la primera parte del artículo 292.3);

b''''') que se admite la delegación en el órgano de administración de la facultad de emitir obligaciones convertibles, elevando a rango legal la norma del artículo 319 del Reglamento del Registro mercantil, y suprimiendo la aplicabilidad a este caso de las garantías previstas por el artículo 292.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

El sistema de conversión de obligaciones en acciones, sobre la base de referirse al precio de cotización de las acciones, fue el preferido por los emisores durante la vigencia de la Ley de 1951 y dio lugar a abusos manifiestos, que la Dirección General del Tesoro y de Política Financiera, mediante normas reglamentarias y a través de poderes discrecionales, trató de cortar. Igualmente se hizo eco de esa situación el «Informe de la Comisión para la reforma del mercado de valores» aconsejando una regulación de las obligaciones convertibles y las

obligaciones con warrant tratando de defender al inversor⁷. La propuesta que ahora se examina parece tratar que se difundan las emisiones de obligaciones convertibles con referencia al precio de cotización de las acciones, eliminando, por otro lado, las eventuales garantías que puede ofrecer el régimen vigente al obligacionista.

La Sección entiende que la reforma propuesta del régimen jurídico de las obligaciones convertibles debe sustituirse: a) por una aclaración del artículo 292, en el sentido de que «la determinación de las bases y modalidades de la conversión» no implica necesariamente que tales bases un «precio fijo de conversión»; b) por una conservación, en todo caso, de las garantías que la Ley ofrece al inversor, que están previstas en el artículo 292; c) que el derecho de suscripción preferente de los obligacionistas sólo debe ser suprimido en los casos y con las garantías previstas por la propia Ley de Sociedades Anónimas; y d) que no parece urgente la transformación de una norma reglamentaria vigente, como es la contenida en el artículo 319 del Reglamento del Registro mercantil, en norma de rango legal.

No obstante, y para el supuesto de que se considere urgente la modifica-

7 Informe de la Comisión para el estudio del mercado de valores, Ministerio de Economía, Madrid 1978, págs. 68-73. Entre otras cosas decía que «debería confiarse la vigilancia del mantenimiento de la relación de cambio a la comisión del Mercado de Valores, u órgano similar que se cree» (pág. 72).

ción del régimen de las obligaciones convertibles, la Sección propone la introducción de las siguientes modificaciones de la Ley de Sociedades Anónimas:

«El apartado 1 del artículo 292 queda redactado de la siguiente forma:

1. La sociedad podrá emitir obligaciones convertibles en acciones, siempre que la Junta General determine las bases y las modalidades de la conversión y acuerde que el capital se aumentará en la cuantía necesaria para atender a la conversión. La Junta General podrá aprobar las bases y modalidades de la conversión fijando un cambio determinado o determinable».

«El apartado 3 del artículo 293 quedará redactado de la siguiente forma:

3. Al derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles resultará de aplicación lo dispuesto en los artículos 158 y 159 de esta Ley».

2.2. Referencia a las obligaciones canjeables.

La propuesta afronta el problema de las obligaciones canjeables en acciones ya emitidas. Su propuesta se concreta fundamentalmente en dos aspectos: el primero, la aplicación supletoria del régimen de las obligaciones convertibles «en todo aquello que sea compatible con su naturaleza»; el segundo, la no aplicación de la prohibición de asistencia financiera, regulada en el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas, a las obligaciones canjeables. Estos dos aspectos han de tener como presupuesto, conforme dice el artículo 115.5, que en todo caso «la relación de canje resulte justificada en el momento de la emisión» (de las obligaciones).

Los Vocales que han formulado observaciones a la propuesta han manifestado profundas reservas al texto objeto de consideración, de forma que estiman que no debe ser aceptado.

Sin embargo, la Sección de Derecho mercantil reconoce la falta de un régimen adecuado referente a las siguientes materias:

a) a las obligaciones canjeables por acciones ya emitidas (canje que puede referirse a acciones de la propia sociedad emisora o bien a acciones poseídas por esta sociedad pero que sean de otra), las cuales pueden asimilarse en parte a las obligaciones convertibles;

b) a las obligaciones con warrant o derecho suscripción de acciones emitidas o no; derecho que se acumula e independiza del que corresponde al obligacionista al reembolso de la obligación, y que, por consiguiente, son diversas de las obligaciones convertibles.

Estos tipos de obligaciones, en principio, no deberían considerarse prohibidas por nuestro Ordenamiento jurídico; pero, al carecer de un régimen jurídico preciso, tienen difícil acceso al Registro mercantil.

Este vacío legislativo no puede cubrirse con un texto similar al artículo 115.5 y 6 de la propuesta que se informe, el cual crea más problemas que los que resuelve, sino que ha de ser objeto de un estudio más reposado y completo. Los miembros de la Ponencia del Anteproyecto de Ley de Sociedades mercantiles han tenido en cuenta de modo especial, a los efectos de los trabajos preparatorios del capí-

tulo sobre obligaciones, la experiencia francesa (contenida en la Ley 85/1321, de 14 de diciembre de 1985, sobre la emisión de valores que dan derecho a la atribución de acciones, completada posteriormente), la del Código de sociedades portugués (arts. 360 y sigs.) y la contenida en el Código de las obligaciones suizo (reformado por la Ley de 4 de octubre de 1991). La Sección estima que la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas en este punto debe ser meditada y discutida con el tiempo del que se carece a la hora de efectuar este informe.

III. CONCLUSIONES

PRIMERA.—La competencia para la preparación de normas prelegislativas en materia de sociedades anónimas corresponde exclusivamente a la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación.

SEGUNDA.—No es procedente introducir un Título X en la Ley de Mercado de Valores sobre «Especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial». En el caso de que se considerara necesario introducir especialidades en el régimen jurídico de las acciones o de las obligaciones de sociedades y entidades con valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, se debería proceder a la modificación de la Ley de sociedades anónimas, encomendando al efecto a la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación la elaboración de un Anteproyecto de Ley.

Para dejar constancia de este propósito de reforma legislativa, podrá introducirse una nueva disposición final en el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con cualquiera de las siguientes redacciones alternativas:

—Primera redacción: «En el plazo de un año a partir de la publicación de esta Ley, el gobierno remitirá a las cortes un proyecto de Ley sobre sociedades anónimas cotizadas».

—Primera redacción: «En el plazo de un año a partir de la publicación de esta Ley, el gobierno remitirá a las cortes un proyecto de Ley de reforma de la Ley de sociedades anónimas en materia de acciones, obligaciones y aumento del capital social».

TERCERA.—En el caso de que se considerara urgente introducir especialidades en el régimen jurídico de las acciones o de las obligaciones de sociedades y entidades con valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, se podría introducir una disposición adicional en el texto del Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en la que se diera nueva redacción a determinadas normas contenidas en la Ley de sociedades anónimas, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y se introdujeran en dicha Ley otras nuevas.

Como posible texto de esa disposición, se propone:

Decimoprimera.—Modificaciones del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto

legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre:

1. Se adiciona un apartado tercero al artículo 50, que dice:

«3. Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles o reservas de libre disposición. Los estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, si este tiene carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a las acciones ordinarias. Éstas no podrán en ningún caso recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio, mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al mismo ejercicio».

2. Se crea la Sección 6ª del Capítulo IV, con el epígrafe «De las acciones rescatables», integrada por los siguientes artículos:

«Artículo 92 a). Emisión de acciones rescatables.

1. Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate.

2. Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.

3. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcu-

rran tres ejercicios sociales a contar desde la emisión.

Artículo 92 b). Amortización de acciones rescatables.

1. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con la finalidad de financiar la operación de amortización.

2. Si se amortizaran estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas.

3. En el caso de que no existieran beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones».

3. El apartado 1 del artículo 158 queda redactado como sigue:

«1. En los aumentos del capital de sociedad con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, o de obligaciones convertibles, podrán ejercitar el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que posean o de las que corresponderían a los titulares de obligaciones convertibles de ejercitar en ese momento la facultad de conversión.

Cuando la Junta General de accionistas no lo hubiera determinado, los administradores fijarán el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, que no podrá ser inferior a un mes 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 que la sociedad tuviera todas las acciones admitidas a

negociación en mercado secundario oficial, el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente no podrá ser inferior a quince días a contar desde esa publicación».

4. El apartado 2 del artículo 162 queda redactado como sigue:

«2. Por excepción a lo dispuesto en el apartado anterior, el acuerdo de aumento del capital social podrá inscribirse en el Registro mercantil antes de la ejecución de dicho acuerdo cuando concurren las dos siguientes circunstancias:

1º Cuando la emisión de las nuevas acciones hubiera sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2º Cuando en el acuerdo de aumento del capital social se hubiera previsto expresamente la suscripción incompleta.

Los administradores redactarán la nueva cifra de capital social una vez que esté ejecutado el acuerdo de aumento».

5. El apartado 3 del artículo 162 queda sustituido por los siguientes apartados 3 a 6 siguientes:

«3. En el caso de que el aumento del capital social quedara sin efecto por suscripción incompleta de las acciones emitidas, los administradores de la sociedad lo publicarán en el Boletín Oficial del Registro mercantil.

4. Los suscriptores de las nuevas acciones tendrán derecho a exigir la restitución de las cantidades que hubieran desembolsado o, en el caso de aportaciones no dinerarias, la realización por los administradores de los actos necesarios para restituir la titularidad de las mismas al momento anterior a la suscripción. Si la falta de inscripción fuera imputable a la sociedad, los suscriptores podrán exigir también el interés legal.

5. En el caso de que la emisión de las nuevas acciones hubiera sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, transcurrido un año desde la conclusión del período de suscripción sin que se hubiera presentado a inscripción en el Registro mercantil la escritura de ejecución del acuerdo, el Registrador, de oficio, o a solicitud de cualquier interesado, procederá a la cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento del capital social, remitiendo certificación a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

6. Cancelada la inscripción del aumento, los titulares de las nuevas acciones emitidas tendrán el derecho a que se refiere el apartado cuarto de este artículo».

6. El apartado 2 del artículo 283 queda redactado como sigue:

«2. Serán condiciones necesarias la constitución de una Asociación de Defensa o Sindicato de obligacionistas y la designación, por la sociedad, de una persona, natural o jurídica, que con el nombre de Comisario, concorra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas. El Comisario no ha de tener ningún vínculo de relación o dependencia con la sociedad emisora. Su nombramiento decaerá en el momento que deba convocar la Asamblea prevista en el artículo 297».

7. El apartado 1 del artículo 292 queda redactado de la siguiente forma:

«1. La sociedad podrá emitir obligaciones convertibles en acciones, siempre que la Junta General determine las bases y las modalidades de la conversión y acuerde que el capital se aumentará en la cuantía necesaria para atender a la conversión. La Junta General podrá aprobar las bases y modalidades de la

conversión fijando un cambio determinado o determinable».

8. El apartado 3 del artículo 293 quedará redactado de la siguiente forma:

«3. Al derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles resultará de aplicación lo dispuesto en los artículos 158 y 159 de esta Ley».

9. El actual apartado 3 del artículo 301 pasará a ser el 4 de ese artículo, en el que se introduce un nuevo apartado 3 que dice:

«3. Para que la Asamblea General pueda acordar válidamente una modificación de las condiciones de la emisión

será necesaria la concurrencia de los porcentajes de obligacionistas titulares de obligaciones en circulación previstos en el artículo 103 de esta Ley para la Junta General de accionistas».

10. Se introduce un apartado 4. en el artículo 304 que dice:

«4. Con independencia de ejercicio de la acción de responsabilidad contra el Comisario, que puede acordar la asamblea de obligacionistas aun cuando no conste en el orden del día, cualquier obligacionista está legitimado para el ejercicio contra él de la acción de responsabilidad por los actos que lesionen directamente sus intereses».

ANEXO III

LEY 37/1998, DE 16 DE NOVIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES (BOE núm. 275, de 17 de noviembre)

Disposición adicional decimoquinta.

Se modifican los siguientes preceptos del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de marzo.

1. Se adiciona un apartado 3 al artículo 50, con la siguiente redacción:

«3. Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles.

Los estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, si éste tiene o no carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a las acciones ordinarias. Éstas no podrán en ningún caso recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio, mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al mismo ejercicio.

El mismo régimen establecido en el párrafo primero del presente apartado será aplicable a las sociedades no cotizadas, salvo que sus estatutos dispongan otra cosa».

2. Se modifica el apartado 1 del artículo 91 que pasa a tener la siguiente redacción:

«Artículo 91. Derechos preferentes.

1. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponde a las acciones ordinarias.

Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el párrafo anterior. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los ejercicios siguientes.

En caso de sociedades no cotizadas, mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las acciones sin voto tendrán derecho de voto en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas».

3. Se introduce un nuevo apartado 4 en el artículo 91 con la siguiente redacción:

«4. Respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto de sociedades cotiza-

das se estará a lo que dispongan sus estatutos».

4. Se modifica el apartado 1 del artículo 92 que pasa a tener la siguiente redacción:

«Artículo 92. Otros derechos.

1. Las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las acciones ordinarias, salvo lo dispuesto en el artículo anterior».

5. Se crea la sección 6ª del capítulo IV, con el epígrafe «De las acciones rescatables», integrada por los siguientes artículos:

«Artículo 92 bis. Emisión de acciones rescatables.

1. Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate.

2. Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.

3. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión.

Artículo 92 ter. Amortización de acciones rescatables.

1. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con la finalidad de financiar la operación de amortización.

2. Si se amortizaran estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una

reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas.

3. En el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones».

6. Se modifica el apartado 1 del artículo 158 que pasa a tener la siguiente redacción:

«1. En los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, los antiguos accionistas y los titulares de obligaciones convertibles podrán ejercitar, dentro del plazo que a tal efecto les conceda la Administración a la sociedad, que no será 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 o de las que corresponderían a los titulares de obligaciones convertibles de ejercitar en ese momento la facultad de conversión».

7. Se modifica el artículo 159 que pasará a tener la siguiente redacción:

«Artículo 159. Exclusión del derecho de suscripción preferente.

1. En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la Junta General, al decidir el aumento del capital, 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 hayan hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente y el tipo de emisión de las nuevas acciones.

b) Que al tiempo de la convocatoria de la Junta se pongan a disposición de los accionistas, conforme a lo previsto en la letra c) del apartado 1 del artículo 144, un informe elaborado por los administradores, en el que se justifique detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse, y un informe elaborado, bajo su responsabilidad, por el auditor de cuentas de la sociedad sobre el valor real de las acciones de la sociedad y sobre la exactitud de los datos contenidos en el informe de los administradores. Cuando la sociedad no esté obligada a verificación contable, el auditor será designado por los administradores a los efectos mencionados.

c) Que el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor real que resulte del informe de los auditores de cuentas de la sociedad. No obstante, en el supuesto de sociedades cotizadas, la Junta de Accionistas podrá acordar la emisión de nuevas acciones a cualquier precio, siempre que sea superior al valor nominal de éstas, pudiendo limitarse a establecer el procedimiento para su determinación.

2. En el caso de sociedades cotizadas, cuando la Junta General delegue en los administradores la facultad de aumentar el capital social conforme a lo establecido en el apartado 1, b) del artículo 153 podrá atribuirles también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación a las emisiones de acciones que sean objeto de delegación cuando concurren las circunstancias previstas en el apartado 1 de

este artículo y siempre que el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor real que resulte del informe de los auditores de cuentas de la sociedad.

3. Cuando la sociedad tenga emitidas obligaciones convertibles con relación de conversión fija y sus tenedores se vean afectados por la exclusión del derecho de suscripción preferente, deberá preverse una fórmula de ajuste de dicha relación que permita compensar la eventual dilución del importe del derecho de conversión.

4. No habrá lugar al derecho de suscripción preferente cuando el aumento del capital se deba a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad».

8. Se modifica el apartado 2 del artículo 162 que pasa a tener la siguiente redacción:

«2. Por excepción a lo dispuesto en el artículo anterior, el acuerdo de aumento del capital social podrá inscribirse en el Registro Mercantil antes de la ejecución de dicho acuerdo cuando concurren las dos circunstancias siguientes:

1º Cuando la emisión de las nuevas acciones hubiera sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2º Cuando en el acuerdo de aumento del capital social se hubiera previsto expresamente la suscripción incompleta.

Los administradores, una vez ejecutado el acuerdo, deberán dar nueva redacción a los estatutos sociales a fin de recoger en los mismos la nueva cifra de capital social, a cuyo efecto se entenderán facultades por el acuerdo de aumento».

9. El antiguo apartado 2 del artículo 162 pasa a ser el apartado 3 manteniéndose su redacción actual.

10. Se añaden dos nuevos apartados 4 y 5 al artículo 162:

«4. Tratándose de sociedades cotizadas, y en el supuesto de que la emisión de las nuevas acciones hubiera sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, transcurrido un año desde la conclusión del período de suscripción sin que se hubiera presentado a inscripción en el Registro Mercantil la escritura de ejecución del acuerdo, el registrador, de oficio, o a solicitud de cualquier interesado, procederá a la cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento del capital social, remitiendo certificación a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. Cancelada la inscripción del aumento, los titulares de las nuevas acciones emitidas tendrán el derecho a que se refiere el apartado 3 de este artículo».

11. Se modifica el apartado 2 del artículo 194 que pasa a tener la siguiente redacción:

«2. El fondo de comercio únicamente podrá figurar en el activo del balance cuando se haya adquirido a título oneroso.

Su amortización, que deberá realizarse de modo sistemático, no podrá ser creciente ni exceder del período durante el cual dicho fondo contribuya a la obtención de ingresos para la sociedad, con el límite máximo de veinte años.

Cuando la amortización supere los cinco años deberá recogerse en la memoria la oportuna justificación, indicando los importes de los ingresos que previsiblemente va a generar dicho activo durante su período de amortización».

12. Se añade un nuevo apartado 3 al artículo 194 con la siguiente redacción:

«3. Los plazos establecidos para amortización del fondo de comercio serán de aplicación a las cuentas anuales que se formulen con posterioridad a 31 de diciembre de 1998, sin modificar las amortizaciones efectuadas en ejercicios anteriores».

ANEXO IV

LEY 50/1998, DE 30 DE DICIEMBRE, DE MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DEL ORDEN SOCIAL

(BOE núm. 313, de 31 de diciembre)

Disposición adicional trigésima cuarta. Modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 29 de marzo.

Se introducen los cambios siguientes en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 29 de marzo (RCL 1989, 2737 y RCL 1990, 206), en los siguientes términos:

a) Los apartados 1 y 4 del artículo 91 quedan redactados como sigue:

«1. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias.

Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el párrafo anterior.

En caso de sociedades no cotizadas de no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco

ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las acciones sin voto tendrán derecho en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas».

«4. Respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto, así como de la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción del dividendo mínimo y en el carácter no acumulativo del mismo, en el caso de sociedades cotizadas se estará a lo que dispongan sus estatutos».

b) El artículo 159.1, letra c) quedará redactado como sigue:

«c) Que el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor real que resulte del informe de los auditores de cuentas de la sociedad. No obstante, en el supuesto de sociedades cotizadas, la Junta de Accionistas podrá acordar la emisión de nuevas acciones a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de éstas, pudiendo limitarse a establecer el procedimiento para su determinación».

c) El artículo 159.2 quedará del modo siguiente:

«2. En el caso de sociedades cotizadas, cuando la Junta General delegue en los administradores la facultad de au-

mentar el capital social conforme a lo establecido en el apartado 1 b) del artículo 153 podrá atribuirles también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación a las emisiones de acciones que sean objeto de delegación cuando concurren las circunstancias previstas en el apartado 1 de este artículo y siempre que el valor nominal de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor real que resulte del informe de los auditores

de cuentas de la sociedad elaborado a instancias de los administradores a tal fin».

d) El artículo 194.4 quedará del modo siguiente:

«4. Hasta que las partidas anteriormente indicadas no hayan sido amortizadas por completo se prohíbe toda distribución de beneficio, a menos que el importe de las reservas disponibles sea, como mínimo, igual al importe de los gastos no amortizados».

ANEXO V

PROTOCOLO DE ACUERDO PARA LA AGILIZACIÓN DEL PROCEDIMIENTO DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN EN BOLSA DE LOS AUMENTOS DE CAPITAL

(6 mayo 1999)

La Disposición Adicional Decimoquinta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, ha modificado diversos artículos de la Ley de Sociedades Anónimas con la finalidad de liberalizar y flexibilizar el régimen de emisión de valores.

Una consecuencia de esta reforma es que se han introducido algunas disposiciones que permiten agilizar los trámites y reducir los plazos de admisión a negociación en las ampliaciones de capital de sociedades cotizadas.

Hasta ahora, no podían inscribirse en el Registro Mercantil los aumentos de capital en tanto no se hubieran ejecutado. El nuevo artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas pretende solucionar este problema al permitir que el acuerdo de aumento de capital se pueda inscribir en el Registro Mercantil antes de su ejecución. El adelanto del momento de la inscripción en el Registro Mercantil permite crear un nuevo procedimiento que dé lugar a una admisión a negociación más rápida.

Este nuevo régimen al que ha dado lugar la reforma del artículo 162 de la

LSA se limita a las sociedades cotizadas y a aquellos aumentos de capital que cumplan dos requisitos:

1. Que sean verificados o autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Que en el acuerdo de aumento de capital se prevea de forma expresa la suscripción incompleta.

Por otro lado, se ha modificado el artículo 158 de la LSA, en el sentido de reducir la duración mínima del período para el ejercicio de los derechos de suscripción preferente de 30 a 15 días en el caso de aumentos de capital de sociedades cotizadas con emisión de nuevas acciones.

Otra medida de flexibilización ha sido introducida en el apartado 3 de la Disposición Adicional primera del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, que ha sido modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones de régimen jurídico de los mercados de valores. De conformidad con la nueva redacción, si el folleto de emisión verificado con ocasión de la ampliación contiene una previsión sobre la admi-

sión de los valores a negociación en Bolsa, servirá para la verificación a que se refiere el artículo 32 de la Ley del Mercado de Valores siempre que la admisión se produzca antes de la finalización del plazo previsto en el folleto, que no podrá ser superior a 6 meses.

Para extraer el máximo partido a las oportunidades que ofrece el nuevo marco legal, es necesario configurar un nuevo procedimiento de admisión a negociación con fases y plazos mejor definidos que el que se sigue en la actualidad. El objetivo del nuevo procedimiento debe ser doble: agilizar las admisiones y proporcionar plazos concretos de manera que los emisores puedan realizar un cálculo más preciso de la fecha en que sus acciones pueden comenzar a negociarse en una Bolsa de Valores. Ahora bien, como paso previo, los firmantes de este protocolo asumen la necesidad de acortar determinados plazos como única forma de conseguir que el nuevo procedimiento funcione con la agilidad y rapidez que los emisores y los operadores del mercado esperan.

De todas formas, los compromisos asumidos en este protocolo no son suficientes por sí solos para agilizar, en la medida deseable, las admisiones a negociación de los aumentos de capital. En el proceso desempeñan un papel de gran importancia el emisor, la entidad agente y las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de forma que sólo será posible una admisión rápida y con plazos determinados si estas personas, a su vez, actúan con diligencia en la parte que a ellas con-

ciernen con la voluntad firme de cumplir unos plazos para la admisión que deberían anunciarse ya en el folleto de emisión de los valores.

Entendiendo que el esfuerzo realizado por el legislador español para crear un nuevo marco para las admisiones a negociación debe tener continuidad en todas las entidades implicadas en el proceso de admisión, los firmantes de este protocolo, en nombre de las entidades a las que representan, se comprometen a promover y adoptar cuantas medidas sean necesarias para agilizar las admisiones a negociación en Bolsa. En concreto, cada una de las entidades aquí representadas se compromete a modificar sus procedimientos internos y a adoptar las medidas pertinentes con la finalidad de conseguir los siguientes objetivos:

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- Comunicar con la máxima celeridad al Registrador Mercantil correspondiente, al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y a las Bolsas las informaciones precisas relacionadas con el procedimiento de admisión.

- Establecer un acuerdo de firma electrónica con los Registradores Mercantiles para agilizar las comunicaciones.

- Verificar las admisiones a negociación el mismo día o, como muy tarde, el día hábil siguiente al de la fecha de recepción de la documentación completa.

Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España

- Iniciar la calificación de la escritura de aumento de capital en la «misma fecha» o en una fecha cercana a aquella en que la Comisión Nacional del Mercado de Valores comience el proceso de verificación de la emisión, tras la recepción de la comunicación previa (a cuyo efecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores se compromete a comunicar de forma inmediata [y, siempre que sea posible, por vía telemática mediante un procedimiento de firma electrónica], al Registro Mercantil correspondiente el inicio de este proceso).

- Inscribir la escritura de aumento de capital en una fecha lo más cercana posible a la de verificación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en todo caso, «antes de que finalice el plazo» para el ejercicio del «derecho de suscripción preferente».

- Calificar e inscribir la escritura de cierre en el plazo más breve posible tras su recepción. Salvo que concurren circunstancias especiales que lo impidan, la escritura de cierre de inscribirá dentro de los «tres días hábiles» siguientes al de su presentación.

- Comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de forma inmediata y a través de los procedimientos adecuados, incluido el de firma electrónica, la inscripción del cierre el «mismo día» en que se practique la inscripción.

- Establecer un acuerdo de firma electrónica con la Comisión Nacional del Mercado de Valores con la finalidad de agilizar las comunicaciones.

Servicio de Compensación y liquidación de Valores

- Proceder al alta de los valores de manera que se produzca la correspondiente inscripción de la titularidad de las acciones el «mismo día», o como muy tarde, el «día hábil siguiente» a aquél en que se acredite la inscripción del cierre del aumento de capital en el Registro Mercantil y se haya recibido la correspondiente relación de suscriptores de acuerdo con los procedimientos que el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores tiene establecidos.

Bolsas de Valores

- Emitir, una vez producida el alta de los valores en el registro de anotaciones en cuenta, el certificado previsto en el artículo 27 K) del Reglamento de Bolsas en el «mismo día» o, como muy tarde, el «día hábil siguiente» a aquel en que se acredite la inscripción del cierre del aumento de capital en el Registro Mercantil. (Este plazo estará condicionado a la recepción, por la Sociedad Rectora, de la notificación por parte del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores de que ha dado de alta los valores en el registro de anotaciones en cuenta.)

- Adoptar el acuerdo de admisión en un plazo «no superior a dos días hábiles» a contar desde el día en que reciban la verificación de la CNMV, siempre que no se produzcan circunstancias excepcionales.

El compromiso adoptado por las entidades firmantes de este protocolo será válido únicamente con relación a las admisiones a negociación pro-

ducto de aumentos de capital que se realicen de acuerdo con las directrices que se hacen constar como anexo de este documento y que las partes firmantes se comprometen a difundir mediante los medios que estimen convenientes.

Madrid, a 4 de mayo de 1999

Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A.

Fdo.: D. Joan Hortalá i Arau

Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, S.A.

Fdo.: D. José Luis Marcaia Onaindia

Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A.

Fdo.: D. Antonio Zoido Martínez

Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, S.A.

Fdo.: D. Ángel Torre González

Colegio Oficial de Registradores de la Propiedad y Mercantiles.

Fdo.: D. Antonio Pau Pedrón

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A.

Fdo.: D. Raimundo Ortega Fernández

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Fdo.: D. Juan Fernández Armesto

ANEXO

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, de acuerdo con el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y las Bolsas de Valores, ha elabo-

rado unas directrices que tienen por objeto facilitar que las sociedades españolas puedan sacar el máximo partido a las oportunidades que ofrece el nuevo marco legal, y acortar el proceso de admisión a negociación en las ampliaciones de capital.

Este documento complementa el protocolo firmado por representantes de las entidades mencionadas en el párrafo anterior, de tal forma que la agilización de los plazos para la admisión a negociación prevista en el protocolo sólo será vinculante con relación a las ampliaciones de capital que se tramiten de acuerdo con las directrices que se recogen a continuación.

1. El acuerdo de aumento de capital podrá inscribirse en el Registro Mercantil antes de su ejecución siempre que la emisión hubiera sido verificada por la CNMV y se hubiera previsto expresamente la suscripción incompleta.

2. El plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente puede reducirse hasta un mínimo de 15 días. En caso de que la Junta General haya acordado la exclusión del derecho de suscripción preferente, el período de suscripción puede ser inferior.

3. Una vez presentada a la CNMV la documentación necesaria para la verificación de la emisión, la sociedad emisora deberá iniciar los trámites para la inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil. A estos efectos la sociedad podrá presentar en el Registro la correspondiente escritura relativa al aumento de capital que deberá acom-

pañarse de una comunicación de la CNMV que acredite la iniciación del procedimiento dirigido a la verificación e inscripción de la emisión en los registros de la CNMV.

La inscripción en el Registro Mercantil deberá producirse en el plazo máximo de 15 días desde el momento en que se presente la escritura, siempre que para entonces la CNMV haya verificado la emisión y no se produzcan circunstancias que impidan la misma. De esta manera el acuerdo de ampliación de capital podría estar inscrito cuando comience el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente y, en todo caso, antes de que finalice este período.

4. Una vez inscrita la escritura en el Registro Mercantil, deberá depositarse copia auténtica de la misma en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y en la Sociedad Rectora de la Bolsa en la que se solicite la admisión. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores tomará nota de las características de los valores a emitir.

5. Una vez concluido el plazo de ejercicio del derecho de suscripción preferente, y acreditada por el emisor la suscripción de las acciones con los correspondientes desembolsos, lo que debería tener lugar en un plazo no superior a 3 días a contar desde el día en que finalice el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, se otorgará la escritura de cierre, que se presentará sin dilación en el Registro Mercantil, presentándose una copia auténtica, o testimonio notarial en el Servicio de Compensación

y Liquidación de Valores y en la Sociedad Rectora de la Bolsa.

6. La escritura de cierre se calificará e inscribirá por el Registrador Mercantil en el plazo más breve posible y, salvo que concurren circunstancias especiales que lo impidan, dentro de los tres días hábiles siguientes al de su presentación.

7. En el mismo día en que inscriba la escritura de cierre del aumento de capital en el Registro Mercantil, el Registrador lo pondrá en conocimiento de la CNMV, quien a su vez comunicará esta circunstancia al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y a la Bolsa correspondiente.

8. El mismo día en que se produzcan estas comunicaciones, o como muy tarde al día siguiente, y siempre que hayan recibido la relación de suscriptores, el SCLV y la Sociedad Rectora de la Bolsa que corresponda remitirán a la CNMV las certificaciones relativas al alta de los valores en el correspondiente registro y a la asignación individualizada de los titulares de las acciones.

9. En aquellos casos en que de acuerdo con el apartado 3 de la Disposición Adicional primera del Real Decreto 291/1991, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificación del régimen jurídico de los mercados de valores, el folleto de emisión sirva como folleto de admisión, la CNMV no tiene que verificar un nuevo folleto. Por tanto, la CNMV verificará la soli-

cidad de admisión en cuanto tenga en su poder los siguientes documentos:

- Solicitud de admisión a negociación de los valores.
- Escritura de aumento de capital inscrita en el Registro Mercantil y notificación del Registrador Mercantil de que ha inscrito el cierre.
- Certificado del Servicio de Compensación y Liquidación de que se ha realizado el alta de los valores en el registro contable y se ha puesto dicha información a disposición de las respectivas entidades adheridas.
- Certificado de la Sociedad Rectora de la Bolsa que corresponda de que está debidamente documentada la titularidad individualizada de las acciones emitida (art. 27 K del Reglamento de Bolsas).

Las entidades emisoras podrán presentar los expedientes de admisión a negociación para su verificación por la CNMV, además de en ésta, en las Sociedades Rectoras de las Bolsas donde se solicite la admisión a negociación, de acuerdo con el procedimiento de «ventanilla única» establecido por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y la CNMV.

Si se siguen las directrices contenidas en este documento, la CNMV dispondrá de la documentación completa el mismo día en que se inscriba la escritura de cierre en el Registro Mercantil o, como muy tarde, un día después, y verificará la solicitud de

admisión el mismo día o al día siguiente desde que la documentación esté completa.

10. Una vez recibida la verificación de la CNMV, y no existiendo circunstancias excepcionales, las Bolsas adoptarán el acuerdo de admisión en un plazo no superior a dos días hábiles.

11. El emisor debe informar a la CNMV acerca del resultado de la colocación, en los términos que establece el artículo 25.2 del Real Decreto de Emisiones mediante la remisión de los cuadros de difusión. Además, deberá entregar en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y en la Sociedad Rectora de la Bolsa copia auténtica de la escritura de cierre inscrita en el Registro Mercantil.

12. Se recomienda que en aquellos casos en que, de acuerdo con el artículo 153 de la Ley de Sociedades Anónimas, la Junta General delegue en el Consejo de Administración la facultad de aumentar el capital de la sociedad, se inscriba en el Registro Mercantil el acuerdo de la Junta en el momento en que tenga lugar, con independencia de la posterior decisión del Consejo de Administración.

13. Los principios recogidos en este procedimiento son de aplicación para la admisión a cotización de los aumentos de capital procedentes de la conversión de obligaciones convertibles en todo aquello que no sea incompatible con la naturaleza de esta operación.

BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Madrid, 1995.
- ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y Derechos de los obligacionistas*, Barcelona, 1988.
- «Modificación de estatutos y aumento y reducción del capital. Una aproximación al capítulo VI de la Ley de sociedades anónimas», en *CDC*, 1990, nº 8, diciembre, págs. 69 y ss.
- ALONSO LEDESMA, C., «La reforma de la sociedad cotizada», *RdS*, 1999, nº 12, págs. 13 y ss.
- *La exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas*, Madrid, 1995.
- «Sociedad Anónima en formación y prohibición de transmitir acciones antes de la inscripción», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. II, Volumen 2, Madrid, 1994, págs. 961 y ss.
- «Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente», en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea (Estudios Homenaje a José Girón Tena)*, Madrid, 1991, págs. 31 y ss.
- ALONSO UREBA, A., «El capital como cuestión tipológica», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C. (coord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, 1997, págs. 312 y ss.
- ALONSO UREBA, A./CHICO ORTIZ, J. M./LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, 1987.
- ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. III, Vol. 1, y T. II, Volumen 2, Madrid, 1994.

- BACKMAN, G. S., *Report of the Securities and Exchange Commission Advisory Committee on the capital formation and regulatory processes*, Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. B4-7184, April-May, 1997.
- BAINBRIDGE, S. M., «Contractarianism in the business associations classroom: the puzzling case of Kovacik v. Reed and the allocation of capital losses in service partnerships», en *Ga. L. Rev.*, 2000, nº 34, págs. 631 y ss.
- BAUMBACH, A./HUECK, A./HUECK, G., *Aktiengesetz*, 13ª ed., München, 1968.
- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital», en QUINTANA CARLO, I. (dir.), *El nuevo Derecho de las sociedades de capital*, Madrid, 1989, págs. 171 y ss.
- BRILL, J. A., «“Testing the waters” –The SEC’s feet go from wet to cold», en *Cornell L. Rev.*, 1998, nº 83, págs. 464 y ss.
- BROSETA PONT, M./VICENT CHULIÁ, F., *La prohibida transmisión de acciones antes de la inscripción de la Sociedad Anónima en el Registro Mercantil*, Valencia, 1975.
- CÁBANAS TREJO, R., «La suscripción incompleta del aumento de capital», en *RDM*, 1990, nº 198, págs. 729 y ss.
- CÁBANAS TREJO, R./MACHADO PLAZAS, J., *Aumento de capital y desembolso anticipado*, Madrid, 1995.
- CALVO ROJAS, M., «La transmisión de acciones y de participaciones sociales en las sociedades no inscritas», en GIL DEL MORAL, F./MOREU SERRANO, G./PASCUAL DE MIGUEL, A. (dirs.), *Contratos sobre acciones. Homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci*, Madrid, 1994, págs. 381 y ss.
- CÁMARA ÁLVAREZ, M. de la, *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid, 1996.
- *Estudios de Derecho Mercantil*, T. I y II, 2ª ed., Madrid, 1978.
- *Estudios de Derecho Mercantil*, 1ª ed., Madrid, 1972.
- CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Madrid, 2000.
- CARY, W., «Federalism and corporate law: reflections upon Delaware», *Yale L.J.*, 1974, nº 83, págs. 663 y ss.
- CASTELLANO RAMÍREZ, Mª J., «El aumento del capital social», en *NUE*, 1997, nº 151, agosto, año XIII, págs. 93 y ss.

- CAZORLA PRIETO, L. M^a/GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, I., *Código de la reforma del Sistema Financiero*, Cizur Menor (Navarra), 2004.
- CHOPER, J. H./COFFEE, J. C. Jr./GILSON, R. J., *Cases and Materials on Corporations*, 5^a ed., Gaithersburg, New York, 2000.
- CHOI, S. J., «Company registration: toward a status-based antifraud regime», en *U. Chi. L. Rev.*, n^o 64, 1997, págs. 567 y ss.
- CLARK, R. C., *Corporate Law*, Boston/Toronto, 1986.
- COASE, R. H., «The nature of firm», en *Economica*, 1937, n^o 4, págs. 386 y ss.
- COFFEE, J. C. Jr., «Re-engineering corporate disclosure: the coming debate over company registration», en *Wash. & Lee L. Rev.*, 1995, n^o 52, págs. 1143 y ss.
- COLEGIO OFICIAL DE REGISTRADORES DE LA PROPIEDAD Y MERCANTILES. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES. SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS DE VALORES, *Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital (4 de mayo de 1999)*, Madrid, 1999.
- COMISIÓN ESPECIAL PARA LA ELABORACIÓN DE UN LIBRO BLANCO SOBRE LA REFORMA PARCIAL DE DETERMINADOS SECTORES DEL DERECHO MERCANTIL FINANCIERO, *Propuesta para la introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores, sobre especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación*, Madrid, 1998.
- COX, J. D./HILLMAN, R. W./LANGEVOORT, D. C., *Securities regulation*, 3^a ed., Gaithersburg-New York, 2001.
- CUESTA RUTE, J. M^a de la, «El aumento y la reducción del capital social», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, págs. 173 y ss.
- CUERVO GARCÍA, Á./CALVO BERNARDINO, A./RODRÍGUEZ SAIZ, L./PAREJO GÁMIR, J. A., *Manual de sistema financiero español*, 17^a ed., Barcelona, 2004.
- DE CARLOS BERTRÁN, L./FERNÁNDEZ ARMESTO, J., *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992.
- DRURY, R. R., «The regulation and recognition of foreign corporations: responses to the Delaware syndrome», en *Cambridge LJ*, 1998, n. 57, págs. 165 y ss.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, J., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos sociales (art. 67 LSA)*, Valladolid, 1957.

- EASTERBOOK, F. H./FISCHEL, D. R., *The Economic Structure of Company Law*, Cambridge, Massachusetts/London, England, 1991.
- EISENBERG, M. A., «The conception that the corporation is a nexus of contracts, and the dual nature of the firm», en *J. Corp. L.*, 1999, nº 24, págs. 819 y ss.
- «Enmienda núm. 74, del Grupo Parlamentario Popular en el Senado (GPP)», *BOCG, Senado*, Serie II, 1998, nº 94, págs. 70 y ss.
- «Enmienda número 99, del Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de Convergència i Unió (GPCIU)», *BOCG, Senado*, Serie II, 1998, nº 94, págs. 79 y ss.
- GALÁN CORONA, E., «Comentario de la STS [1ª] de 27 de marzo de 1984», en *CCJC*, 1984, nº 5, abril-agosto, págs. 1549 y ss.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, E./GONZÁLEZ CAMPOS, J. D./ MUÑOZ MACHADO, S. (dirs.), *Tratado de Derecho Comunitario Europeo (Estudio Sistemático desde el Derecho español)*, T. III, Madrid, 1986.
- GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J. (*vid.*, en esta relación bibliográfica, URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.).
- GARCÍA GARCÍA, J. M., *Derecho Inmobiliario Registral o Hipotecario*, Madrid, 1988.
- GARCÍA VILLAVERDE, R., «Constitución y capital de las sociedades en la CEE», en GARCÍA DE ENTERRÍA, E./GONZÁLEZ CAMPOS, J. D./MUÑOZ MACHADO, S. (dirs.), *Tratado de Derecho Comunitario Europeo (Estudio Sistemático desde el Derecho español)*, T. III, Madrid, 1986, págs. 203 y ss.
- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., *La Sociedad de Capital en Formación*, Pamplona, 1996.
- GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1993.
- GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./ MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 3ª ed., Madrid, 1990.
- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./URÍA GONZÁLEZ, J., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed. (revisada, corregida y puesta al día por Menéndez Menéndez, A./Olivencia Ruiz, M.), Madrid, 1976.

- GAY DE MONTELLA, *Tratado de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., Barcelona, 1962.
— *Tratado práctico de sociedades anónimas*, Barcelona, 1952.
- GEBLER, E./HEFERMEHL, W./ECKARDT, U./KROPFF, B., *Aktiengesetz. Kommentar*, 1ª ed., Fascículo 12, München, 1989.
- GEBLER, E./HEFERMEHL, W./ECKARDT, U./KROPFF, B., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, T. 1, 2ª ed., München, 2000.
- GEVURTZ, F. A., *Corporation Law*, Saint Paul, Minnesota, 2000.
- GIL DEL MORAL, F./MOREU SERRANO, G./PASCUAL DE MIGUEL, A. (dirs.), *Contratos sobre acciones. Homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci*, Madrid, 1994.
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1976.
- GIULIANI, A., «Questioni in tema di opzione e di capitale nella società azionaria», *Riv. Not.*, 1957, págs. 681 y ss.
- GONZÁLEZ ENRÍQUEZ, M., «Notas sobre el nuevo Reglamento del Registro Mercantil», en *RDN*, 1958, págs. 261 y ss.
- GOBBI, U., *L'assicurazione in generale*, en *Annali di economia dell'Università Bocconi*, volumen 13, 1938, págs. 61 y ss.
- GRIZIOTTI, B., «Assicurazione sulla vita, risparmio e credito», en *Assic.*, 1937, I, págs. 61 y ss.
- GRUNEWALD, B., *Gesellschaftsrecht*, 3ª ed., Tübingen, 1999.
- HAMILTON, R. W., *The law of corporations*, 5ª ed., Saint Paul, Minnesota, 2000.
- HAZEN, T. L., *Treatise on the law of securities regulation*, 3ª ed., Vol. 1, Saint Paul, Minnesota, 1995.
— *The law of securities regulation*, 3ª ed., Saint Paul, Minnesota, 1996.
- HENN, H. G./ALEXANDER, J. R., *Laws of corporations and other business enterprises*, 3ª ed., Saint Paul, Minnesota, 1983.
- HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, 4ª ed., München, 1999.
- IGLESIAS PRADA, J. L. (COORD.), *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, T. II (*Sociedades mercantiles*), Madrid, 1996.
- JENNINGS, R. W./MARSH, H. JR./COFFEE, J. C. JR./SELIGMAN, J., *Securities regulation. Cases and materials*, 8ª ed., New York, New York, 1998.

- JENSEN, M. C./MECKLING, W. H., «The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure», en *J. Fin. Econ.*, 1976, nº 3, págs. 305 y ss.
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992.
- KRAFT, A./KREUTZ, P., *Gesellschaftsrecht*, 11ª ed., Neuwied/ Kriftel, 2000.
- KÜBLER, F., *Gesellschaftsrecht*, 5ª ed., Heidelberg, 1999.
- LARGO GIL, R., «La exclusión del derecho de suscripción preferente», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, T. III, Volumen 1 (*Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones*), Madrid, 1994, págs. 603 y ss.
- LÓPEZ BARRANTES, R./MEJÍAS GONZÁLEZ, M., *Sociedades Anónimas*, Madrid, 1953.
- LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, 4ª ed., Gaithersburg, New York, 2001.
- *Securities Regulation*, 3ª ed., Vol. II (revisado), New York, New York, 1999.
- LUTTER, M. (Comentario al §188), en ZÖLLNER, W. (edit.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, T. 5/1, 2ª ed., Köln/ Berlin/Bonn/München, 1995.
- MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., «Comentario a los artículos 75-78», en *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE nº 71, de 24 de marzo de 1995)*, Madrid, 1997, págs. 773 y ss.
- MAGARIÑOS BLANCO, V., «Transmisibilidad de las acciones antes de la inscripción de la sociedad o del aumento de capital en el Registro Mercantil», en *AAMN*, 1994, T. XXXIII, págs. 185 y ss.
- MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A., «El aumento del capital social», en GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 3ª ed., Madrid, 1990, págs. 633 y ss.
- MARTÍNEZ SANCHIZ, J. Á., «Los estatutos sociales y su modificación», en *AAMN*, T. XXX, vol. II, págs. 1 y ss.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997.

- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M., «Las acciones sin voto (Artículos 90 a 92 de la LSA)», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T. IV (*Las acciones*), Volumen 1, Madrid, 1994, págs. 387 y ss.
- OLAVARRÍA IGLESIA, J., «El aumento de capital en las sociedades anónimas por el sistema del capital autorizado», en *RDN*, 1983, págs. 171 y ss.
- PANTALEÓN PRIETO, F., «Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo (artículos 66 a 73 de la Ley de Sociedades Anónimas)», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T. IV, Volumen 3, Madrid, 1992, págs. 31 y ss.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, 1997.
- PERDICES HUETOS, A. B., *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Madrid, 1999.
- PÉREZ DE LA CRUZ, A., «La negociación de acciones antes de la inscripción de la Sociedad en el Registro Mercantil y antes de la impresión y entrega de los títulos», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, págs. 243 y ss.
- PESCE, A., «Diritto di voto in pendenza di aumento di capitale», *Riv. Soc.*, 1957, págs. 696 y ss.
- QUADRI, E., *Le clausole monetarie: autonomia e controllo nella disciplina dei rapporti monetari*, Milano, 1981.
- QUINTANA CARLO, I. (dir.), *El nuevo Derecho de las sociedades de capital*, Madrid, 1989.
- RAISER, T., *Recht der Kapitalgesellschaften*, 2ª ed., München, 1992.
- RATNER, D. L., *Securities regulation*, 6ª ed., Saint Paul, Minnesota, 1998.
- ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España», en *RDBB*, 1990, nº 37, págs. 107 y ss.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987.
- «Adquisiciones onerosas por sociedad anónima durante el período inicial», en VV. AA., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica*

- Europea. Estudios en Homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, págs. 847 y ss.
- «El acuerdo de aumento del capital de la Sociedad Anónima», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, T. II (*Sociedades mercantiles*), Madrid, 1996, págs. 2339 y ss.
 - «El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C. (coord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, 1997, págs. 809 y ss.
 - «La propuesta de modificación de los Estatutos de las sociedades anónimas», en *RGD*, nº IL, 1993, págs. 11837 y ss.
- RUBIO GARCÍA-MINA, J., *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., Madrid, 1974.
- RUIZ PERIS, J. I., «Supuestos de no nacimiento del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital», *DN*, 46/47, 1994, págs. 5 y ss.
- SACRISTÁN REPRESA, M., «El aumento de capital: modalidades, requisitos, el aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias y no dinerarias», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVARDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. III, Vol. 1, Madrid, 1994, págs. 273 y ss.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1973.
- «Aumento y reducción del capital», en ALONSO UREBA, A./CHICO ORTIZ, J. M./LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, 1987, págs. 363 y ss.
 - «Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones», en VV. AA., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en Homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, págs. 883 y ss.
 - «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», en *RDBB*, 1998, nº 71, julio-septiembre, págs. 839 y ss.
 - *Sociedad Anónima «modelo 1998». Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999.

- SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid, 2001.
- «Artículo 2.— Valores negociables», en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995.
- SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «En torno a la supresión y a la transmisibilidad del derecho de suscripción preferente», en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1993, págs. 361 y ss.
- SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, 3ª ed., Köln/Berlin/Bonn/München, 1997.
- SECCIÓN DE DERECHO MERCANTIL DE LA COMISIÓN GENERAL DE CODIFICACIÓN, *Informe sobre «Introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores sobre especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial»*, Madrid, 1998.
- SJOSTROM, W. K. Jr., «Going public through an internet direct public offering: a sensible alternative for small companies?», en *Fla. L. Rev.*, nº 53, 2001, págs. 529 y ss.
- TAPIA HERMIDA, A. J., *Derecho del Mercado de Valores*, Barcelona, 2000.
- TREVIJANO ECHEVERRÍA, J. M., *En defensa de los accionistas y de sus derechos*, 2ª ed., Bilbao, 2004.
- URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho Mercantil*, 13ª ed., Madrid, 1985 (edición citada para el comentario de la Ley de 17 de julio de 1951 de régimen jurídico de las sociedades anónimas).
- URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (dirs.), *Curso de Derecho Mercantil*, T. I, Madrid, 1999.
- URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «La sociedad anónima: la modificación de los estatutos sociales», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (dirs.), *Curso de Derecho Mercantil*, T. I, Madrid, 1999, págs. 943 y ss.
- URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T. IV, Volumen 3, Madrid, 1992.
- VÁZQUEZ ALBERT, D., *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Madrid, 2000.
- «El derecho de suscripción preferente en Europa», en *RdS*, nº 11, 1999, págs. 79 y ss.

- «El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario. A propósito de las Sentencias del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 19 de noviembre de 1996 y del Tribunal Supremo alemán de 23 de junio de 1997 en el caso Siemens», en *RDM*, 1998, págs. 1691 y ss.
- «El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente», en *CDC*, nº 26, 1998, págs. 159 y ss.
- «El derecho de suscripción preferente a la luz de la experiencia estadounidense», en *RDM*, 1993, págs. 913 y ss.
- VEGA PÉREZ, F., «Aumento de capital con cargo a reservas», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. III, Vol. 1, Madrid, 1994, págs. 425 y ss.
- VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, T. I, 2ª ed., Barcelona, 1986.
- VV. AA., *Aktiengesetz. Großkommentar*, T. I, Volumen 1º, 3ª ed., Berlin/New York, 1973.
- *Aktiengesetz. Großkommentar*, Fascículo 5, 4ª ed., Berlin/New York, 1995.
- *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE nº 71, de 24 de marzo de 1995)*, Madrid, 1997.
- *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en Homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991.
- ZÖLLNER, W. (edit.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, T. 1, Fascículo 2, 2ª ed., Köln/Berlin/Bonn/München, 1986.
- *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, T. 5/1, 2ª ed., Köln/Berlin/Bonn/München, 1995.