

La emisión de obligaciones convertibles como fuente de financiación complementaria

Febrero 2023

Gonzalo García-Fuertes y Naiara Bueno, socios del Departamento Mercantil de Garrigues

En un momento de fuentes tradicionales de crédito contenidas y balances altamente apalancados, la emisión de obligaciones convertibles es un recurso financiero atractivo para las empresas con proyectos sostenibles.

1. Introducción

Como acreditan los nuevos tiempos, la emisión de obligaciones convertibles se presenta como un buen instrumento de financiación corporativa alternativo a la financiación bancaria tradicional, óptimo en el entorno actual de elevado apalancamiento, propiciado por la inyección de fondos ICO al sistema con ocasión de la pandemia del COVID-19 y del conflicto bélico en Ucrania. Las obligaciones convertibles son una vía que permite a las sociedades emisoras continuar con sus planes estratégicos –incluyendo su eventual expansión– también en el contexto actual de compleja e incierta coyuntura económica y financiera por el impacto de la inflación y de la subida de los tipos de interés, en el que resulta fundamental diversificar las fuentes de financiación, aprovechando las oportunidades que se presentan para la captación de nuevos recursos alternativos de financiación.

Aparte de lo anterior, las obligaciones convertibles han ganado visibilidad entre sociedades candidatas a una futura salida a bolsa en el medio plazo. Evitan una inmediata dilución del resto de accionistas (al diferir dicha dilución a la fecha de conversión, conversión que puede no llegar nunca si no se produce la operación), permiten mantener el control o toma de decisión de la operación de salida a bolsa por los actuales accionistas y, además, estas obligaciones convertibles “pre-salida a bolsa” o “pre-IPO” aportan una financiación extra en esas últimas fases de desarrollo del negocio de la sociedad, con un interés menor al de una financiación bancaria o emisión tradicional y ofreciendo a cambio como ventaja a sus suscriptores un tipo de descuento en el precio de conversión, sobre el precio que resulte de dicha salida a bolsa. De esta forma, si todo va conforme al plan, la sociedad saldría efectivamente a bolsa, dentro de los plazos contemplados en los términos de las obligaciones convertibles y esos inversores, que apostaron en un momento de mayor riesgo por la sociedad, convertirán las obligaciones con una prima muy favorable.

El artículo 414 de la Ley de Sociedades de Capital vigente (**LSC**) permite a las sociedades anónimas emitir obligaciones convertibles en acciones siempre que la junta general determine las bases y las modalidades de la conversión y acuerde aumentar el capital en la cuantía necesaria. Para ello, los administradores deben redactar un informe que explique las bases y modalidades de la conversión, que debe ir acompañado por otro de un auditor de cuentas, distinto al auditor de la sociedad, designado a tal efecto por el Registro Mercantil. Esta posibilidad, por ahora, no se brinda a las sociedades de responsabilidad limitada, que tienen una prohibición expresa al efecto.

Como novedad introducida por la Ley 5/2021, de 12 de abril, en las sociedades cotizadas la emisión de obligaciones convertibles en acciones no exigirá los informes de experto independiente contemplados en los artículos 414.2 y 417.2.b) de la LSC cuando esta no alcance el 20% del capital, sin perjuicio de la posibilidad de obtener dichos informes voluntariamente (*vid* artículo 510 de la LSC). Esto simplifica y acelera los trámites para su ejecución, en un período en el que las

ventanas de emisión son cada vez más estrechas. No obstante, cada sociedad puede evaluar internamente si prefiere mantener este informe u otros informes de terceros en cuanto a valoración o conveniencia de la potencial emisión, a efectos de que sus consejeros puedan disponer de asesoramiento en la toma de sus decisiones.

Toda obligación –también las convertibles– lleva aparejado un derecho de crédito frente a la sociedad que la ha emitido y, a su vez, su titular puede optar por transformar su condición de acreedor en la de accionista, obteniendo una potencial rentabilidad superior a la que ofrecen otros instrumentos financieros de deuda. Así las cosas, la naturaleza de estos instrumentos viene marcada por su naturaleza híbrida, que los sitúa entre los valores de deuda y los de capital en una captura de balance.

En este contexto, conviene conocer bien las clases de obligaciones convertibles existentes, los límites y condiciones para su emisión, los principales requerimientos corporativos y los derechos de suscripción preferente, para estar preparados para su ejecución. No hay una obligación convertible “única” o totalmente “estándar” y, dados los diferentes tamaños y necesidades de las sociedades emisoras, habrá que estructurar estas obligaciones teniendo en cuenta su finalidad, plazos de conversión, medidas antidilución, eventos o condiciones para su conversión o no, de forma detallada. De este modo, se podrá tomar una decisión más acorde a las necesidades de las compañías y también de los inversores que deciden dar este paso.

2. Clases de obligaciones convertibles

Las obligaciones convertibles en o canjeables por acciones pueden clasificarse en función de la titularidad de las acciones que serían suscritas de ejercitarse el derecho de conversión. Así pues, en el supuesto de que las obligaciones se conviertan en acciones de la propia sociedad emisora, nos hallaremos ante un procedimiento directo de emisión. Por contra, la conversión de obligaciones en acciones de otra sociedad responderá a un procedimiento indirecto de emisión¹. Las obligaciones convertibles se pueden clasificar, asimismo, en función de la tipología de conversión, que puede ser fijo o variable: (i) las primeras se caracterizan por la fijación del precio de las acciones en el momento de la conversión en las propias condiciones de la emisión², y (ii) las segundas serán aquellas cuyo precio será fijado en función de un parámetro que, generalmente, se determinará con posterioridad a la emisión. En sociedades cotizadas el tipo variable se suele determinar con base en el valor medio de cotización de las acciones en el mes o el trimestre anterior, aplicándose un descuento. Resulta particularmente atractivo para los inversores disponer del máximo de información posible sobre los emisores y, en el caso de las sociedades cotizadas, el valor de cotización y la información pública accesible dan un confort añadido. Ello permite una valoración más adecuada de la oportunidad de conversión de las obligaciones, siempre y cuando los términos y condiciones de la emisión permitan al inversor optar por no convertirlas. En este sentido, el inversor no siempre tendrá la posibilidad de optar por la amortización de las obligaciones, siendo imperativo en algunos casos la conversión de estas en acciones.

Así pues, cabe distinguir entre obligaciones convertibles por acciones ordinarias y obligaciones convertibles por acciones contingentes. La distinción entre ambos tipos recae en la facultad del inversor de optar, a fecha de vencimiento, entre convertir las obligaciones en acciones o proceder a la amortización del principal y los intereses correspondientes³. De tener esta facultad de decisión, nos hallaremos ante un supuesto de obligaciones convertibles por acciones ordinarias. Por el contrario, en el caso de las obligaciones convertibles por acciones contingentes –también

¹ Montero García-Noblejas, P. (2019). *Sociedades Cotizadas y transparencia en los mercados*. Capítulo 51.

² Cachón Blanco, J.E. (1990). *Las obligaciones convertibles: régimen jurídico*.

³ Escamilla Solano, S. (2019). *Productos y mercados financieros en España*. Renta Variable.

denominadas obligaciones necesariamente convertibles o CoCo's— se supedita la conversión al cumplimiento de determinados hitos financieros establecidos en el momento de su emisión y, además, dicha conversión tendrá carácter obligatorio para los obligacionistas⁴. Así pues, con estos instrumentos las entidades podrán asegurar que, en el momento de vencimiento de las obligaciones, estas contribuirán necesariamente al aumento de su capital social. El hecho de que estos instrumentos ofrezcan un alto nivel de rentabilidad durante el periodo previo a la conversión comporta un atractivo notable para los inversores. Ello se ha traducido en el aumento del volumen de emisiones de CoCo's, en mayor medida por parte de entidades de crédito, especialmente a partir la entrada en vigor del Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013. De conformidad con el artículo 52.1 (n), los CoCo's se subsumen en la categoría de instrumentos de capital de nivel 1, facilitando a las entidades de crédito atender a las obligaciones relativas al mantenimiento de sus ratios de capital dentro de los márgenes establecidos por las regulaciones aplicables⁵.

3. Límites y condiciones a la emisión de obligaciones convertibles

De conformidad con el artículo 415 de la LSC, las obligaciones convertibles en acciones no pueden emitirse por una cifra inferior a su valor nominal ni tampoco ser convertidas en acciones cuando el valor nominal de aquellas sea inferior al de estas. Las mencionadas limitaciones traen causa, principalmente, de la protección de la integridad del capital social, evitándose así “que las acciones puedan acabar emitiéndose por una cifra inferior a su valor nominal”⁶.

En cuanto a las sociedades cotizadas, cabe destacar que de conformidad con el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, las emisiones de obligaciones convertibles, en caso de que constituyan una oferta pública de suscripción de valores deberán publicar un folleto informativo conforme a lo establecido en el Reglamento (UE) n.º 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, salvo que concurren las excepciones señaladas en este artículo y en dicho reglamento. El cumplimiento de dicha obligación podría llegar a suponer una traba y un desincentivo para las entidades a la hora de optar por la emisión de obligaciones convertibles por acciones como método de financiación.

Sin perjuicio de lo anterior, la normativa exceptúa expresamente de la obligación de publicar folleto las ofertas dirigidas a y suscritas exclusivamente por inversores cualificados nacionales o extranjeros.

Por ende, la entidad emisora (en este caso cotizada) podrá llevar a cabo emisiones de obligaciones convertibles mediante procesos de colocación acelerada (*accelerated bookbuilt offering*). Los antedichos procesos ofrecen, entre otras ventajas, una mayor rapidez en la ejecución de la captación de recursos, una menor exposición a la volatilidad del mercado, un aumento de control sobre el proceso de asignación de acciones y una disminución de costes aparejados a los procesos de aumento de capital⁷. Con todo, esta alternativa resulta altamente atractiva para los inversores y maximiza la obtención de recursos por parte de la entidad emisora⁸.

4. Principales requerimientos corporativos

Conforme a los artículos 414 y 406.2 de la LSC, la competencia para la adopción del acuerdo de emisión de obligaciones convertibles en acciones corresponde a la junta general de accionistas,

⁴ González Araña, M. (2014). *CoCo's: Obligaciones convertibles contingentes o necesariamente convertibles*.

⁵ Ibid.

⁶ Montero García-Noblejas, P. (2019). *Sociedades Cotizadas y transparencia en los mercados*. Capítulo 51.

⁷ Viñuales Sebastián, L. (2008). *Aproximaciones a las ampliaciones de capital aceleradas*.

⁸ Ibid.

que deberá determinar las bases y las modalidades de la conversión y acordar un aumento de capital en la cuantía necesaria para atenderla, delegando en los administradores facultades suficientes para ejecutarlo, total o parcialmente, en un solo acto o de manera diferida sin limitación temporal, todo ello en función de las solicitudes que se vayan recibiendo por parte de los inversores, con los límites previstos en las bases y modalidades de la conversión determinados por la propia junta general de accionistas.

Con anterioridad a la convocatoria de la junta general que vaya a acordar la emisión de obligaciones convertibles, los administradores deberán elaborar un informe que contenga las bases y las modalidades de conversión, el cual deberá ir acompañado de un informe de experto independiente distinto del auditor de cuentas de la entidad emisora designado a tal efecto por el Registro Mercantil (*vid* artículo 414 de la LSC), salvo que la emisora (si es una sociedad cotizada) se acoja a la citada excepción del artículo 510 de la LSC. Con base a dichos informes, la junta general determinará las bases y las modalidades de conversión y, en su caso, acordará el aumento de capital en la cuantía que resulte necesaria.

Los referidos acuerdos e informes deberán elevarse a público ante notario e inscribirse en el Registro Mercantil que corresponda, así como las sucesivas ampliaciones de capital que se lleven a cabo para atender a la conversión de las obligaciones.

Sin perjuicio de lo anterior, la ausencia de una autorización previa de la junta general de accionistas ha dejado de ser una barrera para la emisión de obligaciones, ya que como demuestran precedentes recientes existe la posibilidad de llevar a cabo emisiones de obligaciones eventualmente convertibles en o canjeables por acciones, siguiendo los pasos siguientes:

i. Emisión simple

El órgano de administración puede acordar en cualquier momento una emisión simple de obligaciones eventualmente convertibles en o canjeables por acciones en un momento posterior sujeto a la aprobación de la junta general de accionistas que se celebre ulteriormente.

En este primer momento, el órgano de administración acuerda las bases de la emisión y las modalidades y demás características de la conversión (que únicamente será posible en caso de que la junta general de accionistas apruebe posteriormente su convertibilidad), mediante la formulación del correspondiente informe en que atribuya a las obligaciones el carácter de eventualmente convertible en o canjeable por acciones y, en su caso, se justifique la supresión del derecho de suscripción preferente, que deberá ir acompañado por otro de un auditor de cuentas, distinto al auditor de la sociedad emisora, designado a tal efecto por el Registro Mercantil competente (salvo que concurra la citada excepción del artículo 510 de la LSC).

La previsión del carácter convertible en o canjeable por acciones de una emisión de obligaciones constituye un medio de financiación en el mercado de deuda con un coste para la sociedad emisora originariamente inferior al de una emisión de obligaciones simples con idéntico vencimiento, en la medida que el tipo de interés exigido por los inversores queda parcialmente compensado por la prima que estos están dispuestos a pagar a la entidad emisora para disponer de la opción de conversión de las obligaciones en acciones con arreglo a un precio de conversión o canje cuyo método de determinación haya determinado el órgano de administración.

La suscripción de las obligaciones convertibles en o canjeables por acciones por los suscriptores iniciales o la adquisición de dichas obligaciones en el mercado con anterioridad a la aprobación de la junta general de accionistas a celebrarse en un momento posterior, supone la aceptación y consentimiento de los mismos a las previsiones relacionadas con conversión de las obligaciones en obligaciones convertibles y/o canjeables en acciones y, por tanto, no se precisará obtener el consentimiento del sindicato de los titulares de las obligaciones en un momento posterior.

No es estrictamente necesario elevar a público estos acuerdos, ni tampoco proceder a su inscripción en el correspondiente Registro Mercantil, aunque suele ser una condición requerida por las entidades colocadoras participantes en la emisión.

ii. Conversión de la obligación

La junta general de accionistas celebrada con posterioridad a la referida emisión simple aprobada por el órgano de administración acuerda modificar esta emisión de obligaciones eventualmente convertibles o canjeables para dotarla de carácter convertible en o canjeable por acciones y, de este modo, activa las bases y modalidades de conversión de la emisión que habían quedado supeditadas a la aprobación de la junta general de accionistas.

Una vez aprobada la propuesta de acuerdo de modificación de la emisión de obligaciones simples en obligaciones convertibles en o canjeables por acciones, se procederá al otorgamiento de la correspondiente escritura pública de emisión de obligaciones convertibles, que deberá inscribirse en el Registro Mercantil que corresponda. No obstante, en caso de que por indicación de las entidades colocadoras participantes se hubiera procedido a elevar a público e inscribir en el Registro Mercantil la emisión de obligaciones simples, deberá otorgarse una escritura modificativa a los efectos de modificar la emisión de obligaciones simples previamente inscrita por una emisión de obligaciones convertibles en o canjeables por acciones.

5. Derechos de suscripción preferente

Cabe hacer un apunte a los derechos de suscripción preferente. Como se ha señalado previamente, la emisión de obligaciones convertibles en o canjeables por acciones lleva aparejada, en la mayoría de los casos, un aumento de capital. Como consecuencia de ello, y con el fin de evitar la dilución en el capital social de los antiguos accionistas, el artículo 416 de la LSC prevé el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles. Esta disposición tiene especial relevancia en relación con las obligaciones convertibles en o canjeables por acciones a tipo fijo, en tanto que existe la posibilidad de que estas acaben siendo emitidas a un precio inferior al de mercado⁹. Así pues, el derecho de suscripción preferente no deberá ser ejercitado en el momento de la efectiva emisión de acciones, sino en el momento de la emisión de las obligaciones.

No obstante lo anterior, y de conformidad con el artículo 417 de la LSC, la junta general, en el momento de decidir sobre la emisión, “podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción en los casos en que el interés de la sociedad así lo exija”. Para que sea posible dicha exclusión, deberán cumplirse los siguientes requisitos: “(a) que en el informe de los administradores se justifique detalladamente la propuesta; (b) que en el informe del experto independiente se contenga un juicio técnico sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores y sobre la idoneidad de la relación de conversión, y, en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los accionistas; y (c) que en la convocatoria de la junta se hayan hecho constar la propuesta de supresión del derecho de preferencia”. Asimismo, conviene destacar que en las sociedades cotizadas el informe de experto independiente previsto en los artículos 308 y 417 de la LSC será voluntario si el consejo de administración eleva una propuesta para emitir valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente por un importe que no alcance el 20% del capital social.

Además, en las sociedades cotizadas la facultad de supresión del derecho de suscripción preferente podrá delegarse a los administradores previa adopción de un acuerdo de delegación por la junta general. En esta supresión, de conformidad con el artículo 511 de la LSC, el número

⁹ Ibid.

máximo de acciones en que puedan convertirse las obligaciones sumado al de las acciones emitidas por los administradores al amparo de la delegación para aumentar el capital social prevista en el artículo 506 de la LSC, no podrá exceder del 20% del número de acciones integrantes del capital social en el momento de la autorización.

6. Conclusión

Así las cosas, en el contexto actual, con fuentes tradicionales de crédito contenidas y balances altamente apalancados, la emisión de obligaciones convertibles es un recurso financiero atractivo para las empresas con proyectos sostenibles que permite casar las necesidades financieras de unos con la liquidez de los mercados de capitales, pudiendo captar las compañías recursos propios a corto plazo y los inversores rentabilidades superiores a las que ofrecen otros instrumentos financieros.

Contacta con nuestros profesionales



Gonzalo García-Fuertes

Cargo

gonzalo.garcia-fuertes@garrigues.com



Naiara Bueno

Socia

naiara.bueno.aybar@garrigues.com

Más información:

[Departamento Mercantil](#)

GARRIGUES

Hermosilla, 3

28001 Madrid

T +34 91 514 52 00

info@garrigues.com

Síguenos en:



© 2022 J&A Garrigues, S.L.P. | La información de esta página es de carácter general y no constituye opinión profesional ni servicio de asesoramiento legal o fiscal.

garrigues.com