

# La emisión de obligaciones con «opción de cambio» y con «opción de plaza» en la Jurisprudencia española

JOSE BONET CORRÉA

SUMARIO: 1. El empleo de la emisión de obligaciones con «opción de cambio» y con «opción de plaza»: su diferenciación.—2. La Sentencia del Tribunal Supremo de 29 de octubre de 1895: sus condiciones de hecho y sus fundamentos de derecho.—3. La Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de abril de 1929.—4. La depreciación de las monedas como motivo del conflicto de interés.—5. La opción como un derecho de elección a voluntad de los acreedores.—6. La posición del Tribunal Supremo en cuanto a las opciones pactadas.—7. La actitud del Tribunal Supremo en cuanto a la depreciación de las monedas.—8. La asimilación del contrato de emisión de obligaciones al préstamo: la postura actual.—9. La posibilidad de emisión de obligaciones con «opción de cambio» y con «opción de plaza» en la legislación vigente.

## 1. *El empleo de la emisión de obligaciones con «opción de cambio» y con «opción de plaza»: su diferenciación.*

El impulso del movimiento industrial europeo decimonónico ha de tener sus primeras consecuencias en España, principalmente con la iniciación de la explotación de los ferrocarriles y de la energía eléctrica. La necesidad de grandes capitales y de materiales técnicos tendrá como resultado la unión de intereses nacionales y el predominio de los extranjeros.

Tanto en el siglo pasado como en la primera mitad del presente, a nuestros Tribunales no les faltó ocasión de pronunciarse ante el conflicto de aquellos intereses. En uno de sus particulares aspectos, merecen especial atención dos sentencias del Tribunal Supremo, en las que se refleja aquella situación (SS. del 29 de octubre de 1895 y 23 de abril de 1929), y en las que si bien se abordan, fundamentalmente, las cuestiones generales respecto a la licitud y el modo de pago en moneda extranjera, además aparecen constatadas en las escrituras de emisión de los títulos obligatorios de las sociedades dedicadas a la construcción y explotación de las líneas férreas las modalidades conocidas doctrinalmente como cláusulas con «opción de cambio» y con «opción de plaza» es

decir la posibilidad de elección que tienen los tenedores de los títulos de hacer efectivos sus intereses y amortizaciones en cualquiera de las plazas señaladas o de las monedas pactadas.

La utilización de las opciones para las emisiones obligatorias no ha quedado desactualizada; antes, por el contrario, las circunstancias económico-financieras entre las naciones europeas y anglosajonas de hoy en día vuelven a crear situaciones y relaciones en el mercado de capitales que las sociedades extranjeras y españolas se interesan por el ahorro propio y de los demás países, para lo cual utilizan diversas técnicas en la recogida de los cuantiosos fondos monetarios necesarios a sus empresas y que han de conseguirse mediante el lanzamiento de emisiones de obligaciones con el atractivo y comodidad necesarias para los inversores a fin de que la sociedad obtenga el pleno éxito de la colocación de sus títulos.

Entre las diversas técnicas financieras de emisión simultánea de obligaciones en diversos países se encuentra esta modalidad ya veterana, pero aún actual (1), que fue conocida y divulgada por la práctica francesa y belga (2) con la denominación de «opción de cambio» y «opción de plaza» adoptándose igualmente por la italiana (3) y usada también por la alemana (4), si bien esta última presenta un cambio de termino-

(1) Ciertas sociedades italianas, francesas y belgas han utilizado hasta 1961 esta modalidad de lanzamiento de obligaciones, cfr. SEGRE, *Emissioni obbligazionarie estere sui mercati europei (obiettivi, condizioni e forme dell'evoluzione attuale)*, en *Moneta e Credito* (1964), pp. 18 y ss.; SENA, *Obbligazioni di società e nuove forme di finanziamento internazionale (cenni sulle obbligazioni in moneta estera, in unità di conto europea e sulle obbligazioni indexées)*, en *Rivista del Diritto commerciale*, LXIII (1965), p. 144, núm. 33.

(2) Cfr. WAHL, *Effets des fluctuations du change sur la constitution et le fonctionnement des sociétés*, en *Journal des sociétés civiles et commerciales*, 41 (1920), pp. 97 y ss.; JEZÈ, *La monnaie de paiement dans les contrats entre particuliers et dans les emprunts publics d'Etat*. París, 1924, pp. 92 y ss.; REYNAUD, *Etude sur les modalités de paiement des valeurs mobilières depuis 1914*. Thèse. París, 1924; ROZIS, *L'exécution des obligations et les variations de valeur de la monnaie (la monnaie de paiement)*. París, 1925, pp. 65 y ss.; X, *Comment garantir les emprunts intérieures contre la dépréciation de la monnaie*, en *Revue Politique et Parlementaire*, 134 (1925), pp. 30 y ss.; DREYFUS, *La monnaie de paiement des emprunts étrangers*, en *Revue de Paris* (1925), pp. 435 y ss.; LAGARDE, *L'émission des titres en France par des sociétés de commerce étrangères*. Thèse. París, 1926; PRUDHOMME, *De l'option de change. Le lieu de souscription détermine la nature de la monnaie*, en *Clunet*, 61 (1934), pp. 265 y ss.; SEIGNOL, *Clauses destinées à parer à l'instabilité monétaire. L'option de change et l'option de place*. París, 1935; PICTET, *L'option de change*, en *Zeitschrift für schweizerisches Recht*, 54 (1935), pp. 310 y ss.; PLANIOL, RIPERT, RADOUANT, *Traité de droit civil*, número 1.192.

(3) Cfr. SALANDRA, *Prestito obbligazionario pagabile in diverse valuta*, en *Il Foro italiano*, I (1937), pp. 1657 y ss.; HEINITZ, *Ancora in tema di prestito obbligazionario pagabile in diverse valute*, en *Il Foro italiano*, I (1938), pp. 595 y ss.; DE STEFANI, *Di un caso di obbligazioni in valuta estera e italiana*, en *Giurisprudenza italiana*, I-2 (1938), pp. 225 y ss.; ANDRIOLI, *Considerazioni di diritto privato sul R. D. L. 27 febbraio 1939, n. 337, che dichiara invalide le clausole monetarie inserite nei prestiti obbligazionari di società italiane*, en *Il Foro italiano*, IV (1939), pp. 137 y ss.; GRAZIANI, *Questioni in tema di obbligazioni stilate in valuta italiana ed estera*, en *Studi di diritto civile e commerciale*. Na-

logía, al denominarlas como «cláusulas alternativas» (alternative Währungsklausel), por su identificación con el matiz de una de sus características principales. Por su parte el derecho anglosajón (5), y concretamente dentro del ámbito de los Estados Unidos cumplen una función equivalente a la opción de cambio las denominadas «multiple currency clauses», en contraste con las «multiple collection clauses», similares a la opción de plaza.

La «opción de cambio» se concreta como una cláusula añadida a la escritura de emisión, y que también se hace constar en los títulos mediante la cual se permite al portador efectuar, en el momento del pago de los intereses y del reembolso, una elección entre las varias monedas y en los diversos países entre las que suelen establecer una determinada paridad.

La «opción de plaza» también queda redactada en la escritura de emisión, y constatada en los títulos, y permite a su portador el cobro de los intereses y amortizaciones en cualquiera de las plazas previstas según el cambio equivalente de la moneda estipulada.

En definitiva la diferencia que las separa, dirá Schoo (6), es que la opción de plaza implica un contrato expresado en una moneda de cuenta, de base fija, que prevé varias monedas de pago y cuya cuantía —contrariamente a lo que sucede con la opción de cambio donde se ha establecido de una vez para siempre— se determinará según el curso del cambio de la moneda en curso en el lugar de cumplimiento.

El parecido de ambas cláusulas monetarias condujo a que los inversores las confundieran con bastante facilidad, sobre todo porque la opción de cambio implica ordinariamente una opción de plaza, aun-

*poli*, 1953, p. 415; ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie* (Arts. 1.277-1.284). Bologna-Roma, 1959, p. 226; CONFORTI, *L'esecuzione delle obbligazioni nel diritto internazionale privato*. Pompei, 1962, pp. 251 ss.

(4) Cfr. NUSSBAUM, *Das Geld in Theorie und Praxis des deutschen und ausländischen Rechts*. Tübingen, 1925, traducción española de Sancho Seral: *Teoría jurídica del dinero*. Madrid, 1929, pp. 316 y ss.; SPRINGER, en *Bank Archiv*, XXV (1925), p. 291; RICHTER, *Die Auslegung internationaler Schuldverschreibungen (Drei neuere französische Urteile)*, en *Bank Archiv*, XXVI (1926), pp. 392 y ss.; NUSSBAUM, en *Juristische Wochenschrift* (1926), pp. 1320 y ss.; FICK, *Zum Streit um die «alternative Währungsklausel»*, en *Bank Archiv*, XXVI (1926-27), pp. 500 y ss.; SCHNITZER, *Handbuch des Handels-Wechsel- und Checkrechts*. Zürich y Leipzig, 1938, p. 292; WIELENS, *Die Emission von Auslandsanleihen. Eine Analyse ihrer Marktelemente, ihrer Entwicklung seit 1945 und ihrer Bedeutung für die Integration des Kapitalmarktes*. Wiesbaden, 1968; SEETZEN, *Zur innerstaatlichen und internationalen Zulässigkeit von Fremdwährungsschulden- und Klauseln*, en *Aussenwirtschaftsdienst der Betriebs-Berater*, 7 (1969), pp. 253 y ss.

(5) Cfr. NUSSBAUM, *Multiple Currency and Index Clauses*, en *Pensylvania Law Review*, 84 (1935), p. 569; RABEL, *The Conflict of Laws. A Comparative Study*, III (Chicago, 1945-1950), p. 8 y 45; MANN, *The legal aspect of money*. 2.ª ed. Oxford, 1953; Id., *Das Recht des Geldes*, trad. alemana. Frankfurt am Main y Berlín, 1960, pp. 161 y ss., donde adopta la terminología de «option of currency» y «option of place».

(6) SCHOO, *Régimen jurídico de las obligaciones monetarias internacionales*. Buenos Aires, 1940, pp. 51 y ss., donde expone el amplio panorama doctrinal que se ocupa de precisar los requisitos y naturaleza de estas cláusulas.

que a la inversa no sea así. Pero sí se atiende a que el rasgo predominante de la opción de cambio consiste en la independencia recíproca de las monedas alternativamente prometidas, mientras que en la opción de plaza la alternativa ya no se halla en la moneda, sino en la plaza de pago, se distinguirán netamente. La opción de cambio implica, pues, equivalencia entre distintas monedas, ya que el empréstito no consigna una principal sino varias monedas de pago, estipulándose el número de unidades exigibles en cada divisa. La opción de plaza, por el contrario, se caracteriza por la existencia de una moneda principal, única, pero se ha convenido que el pago podrá hacerse en diferentes plazas y en la moneda de éstas. La cantidad de moneda se calcula según el curso del cambio de la moneda base en relación a la divisa del lugar de pago. La suerte del título —concluirá Schoo (7)—, por tanto, se encuentra ligada a una sola moneda, es decir, que la estimación de la deuda se hace en una forma única, pero se prevén diversos instrumentos de liberación.

Resulta de interés ver cómo en la práctica vienen redactadas estas cláusulas de opción de cambio y de opción de plaza para las emisiones de títulos obligatorios (8) y, particularmente, en los dos casos que fueron objeto de sentencia por nuestro Tribunal Supremo.

2. *La sentencia del Tribunal Supremo de 29 de octubre de 1895: sus condiciones de hecho y sus fundamentos de derecho.*

La sentencia del 29 de octubre de 1895 (9) abordó el caso siguiente: el 7 de noviembre de 1871 se constituyó la sociedad anónima denominada «Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca», formándose después, como continuación de la misma, por los tenedores de las acciones de que se componía, otra sociedad anónima de la misma denominación, con arreglo al párrafo tercero del artículo 265 del Código de Comercio, al Decreto-Ley de 14 de noviembre de 1868 y a las bases contenidas y aprobadas en la Junta general del 25 de noviembre de 1878, y se elevó a escritura pública el 27 del mismo mes.

La sociedad, con domicilio en Madrid tenía por objeto, según el artículo 3.º la construcción y explotación del ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca, concedido por noventa y nueve años en virtud de la Ley del 13 de abril de 1864, la construcción de otros caminos de hierro aprovechamiento de carreteras y explotación del servicio de transportes, etc., así como la fusión con otras sociedades de idéntica naturaleza.

Se acordó que el Consejo de administración se compondría, según

(7) SCHOO, op. cit., p. 653.

(8) Cfr. NUSSBAUM, *Teoría jurídica del dinero*, cit., p. 317; SCHOO, op. cit., p. 622; MANN, *Das Recht des Geldes*, cit., p. 162.

(9) V. *Jurisprudencia Civil: Colección Legislativa de España*. Edición oficial. Volumen III de 1895. Madrid, 1909, pp. 144 y ss.

el artículo 15, de quince accionistas, una sección de la cual, con arreglo al artículo 17, compuesta de ocho consejeros a lo sumo, residiría en París con carácter permanente. Que el consejo, según el artículo 22, estaba revestido de las facultades más amplias para la gestión de los negocios de la sociedad. Que el comité de París, según el artículo 24, debiera reunirse cuantas veces fuere necesario, a juicio del presidente del consejo o del vicepresidente, estableciendo la forma en que había de concurrir a la administración de los asuntos sociales y estando encargado particularmente de cuanto concierna a la gestión financiera en Francia de los intereses de la compañía.

Según el artículo 6.º de la escritura de constitución, el capital social quedaba fijado en 28.500.000 reales, o 7.125.000 pesetas, representado por 15.000 acciones al portador de 475 pesetas o 500 francos franceses cada una, totalmente emitidas, realizadas y pagadas.

El empréstito de la Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca se componía de 38.000 obligaciones de 500 pesetas cada una, equivalentes a 500 francos franceses, con el interés anual de 15 pesetas o 15 francos, y los cupones de 7 pesetas y cincuenta céntimos cada uno, cantidades que se habían de satisfacer en Madrid, Barcelona y París.

La Junta general de la compañía, reunida el 28 de abril de 1888, autorizó al consejo de administración para tomar a préstamo, con las condiciones que estimara más favorables, las sumas necesarias hasta la concurrencia de 1.000.000 de francos para la ejecución de los trabajos de renovación de la línea, y ratificaba el anticipo hecho ya por el «Comptoir d'Escomptes de Paris» como parte de dicho préstamo.

En vista de la deficiente situación financiera de la Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca, sus representantes del consejo de administración celebraron un contrato el 7 de febrero de 1891 con la de los Ferrocarriles del Norte de España, por el cual, la primera de dichas sociedades cedió y traspasó a la segunda el mencionado ferrocarril y todos los inmuebles, material y derechos que le correspondían, obligándose la del Norte a pagar los intereses y amortización de las 30.000 obligaciones de las 38.000 que tenía emitidas la Sociedad de Medina del Campo a Salamanca, en las cuales la compañía cesionaria estamparía un cajetín con la promesa de pago, estableciéndose en el artículo 8 del contrato que la Compañía del Norte pagaría el interés de 15 pesetas o francos anuales por cada una de las 30.000 referidas obligaciones y la amortización a 500 pesetas o francos por cada título, a partir desde el primer vencimiento siguiente al día en que tomase posesión de la línea enajenada. Se retenían 2.750 obligaciones para costear ciertas obras pendientes de ejecución, acordándose repartir las 27.250 obligaciones restantes entre los acreedores, a prorrata, por el importe de sus créditos, para lo cual los portadores de las obligaciones y de cupones los presentarían a la comisión liquidadora que les entregaría en cambio las obligaciones que les correspondiera con la estampilla de garantía de la Compañía del Norte. En vir-

tud de lo cual los acreedores de la Compañía de Medina del Campo a Salamanca declararían a ésta libre por completo de todos sus compromisos, y le darían plenos poderes para realizar, en lo concerniente a las hipotecas y demás extremos, todo cuanto pudiera ser consecuencia del contrato. Por último, se establecía en el artículo 9 del contrato que se someterían a la aprobación de las juntas generales de accionistas de las dos Compañías que lo concertaban, siendo firmado este contrato en París el 4 de marzo de 1891.

En la primera junta que se celebró, los representantes de la Diputación Provincial de Salamanca combatieron los mencionados convenios y contrato debido a que anulaban los derechos de su comitente. Sin embargo, puestos a votación, los asuntos quedaron aprobados por 199 votos contra 27, y ratificados los contratos del 27 de febrero y del 4 de marzo establecidos entre la Compañía de los Caminos de Hierro del Norte de España y la Compañía de Medina del Campo a Salamanca, así como el proyecto de convenio presentado por el consejo de administración.

La Compañía de Medina del Campo a Salamanca, por escrito del 15 de julio de 1891, solicitó, además, ante el Juzgado de Primera Instancia se le declarase en estado de suspensión de pagos; declaración que se hizo por dicho Juez en auto del 7 de agosto de 1891. El 22 de septiembre de este mismo año, la Compañía presenta una proposición de convenio basada en el contrato celebrado con la Compañía del Norte para la cesión a ésta del ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca; pide que se publiquen edictos convocando a los acreedores para que puedan adherirse al convenio, lo cual se ordena y tiene efecto en Barcelona, Sevilla, París Londres y Bruselas. Sin embargo, se paralizan los autos de suspensión de pagos en lo relativo a la aprobación o no del proyecto de convenio hasta que recaiga sentencia en la demanda que plantean los representantes de la Diputación Provincial de Salamanca.

Los representantes de la Diputación Provincial de Salamanca se oponen en juicio el 21 de enero de 1892, alegando que eran nulos los acuerdos tomados por la Compañía, que no había certeza en el precio por las oscilaciones en los cambios y porque había gran diferencia entre pagar en Madrid, Barcelona y París.

Sentenciado el juicio en dos instancias, la Sala segunda de lo civil de la Audiencia de Madrid, el 29 de diciembre de 1893, dictó sentencia confirmatoria, absolviendo a la Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca de la demanda interpuesta por la Diputación Provincial de Salamanca, declarando válido y eficaz el contrato celebrado el 27 de febrero de 1891 por dicha Compañía y la del Ferrocarril del Norte.

Interpuesto recurso de casación por la Diputación Provincial de Salamanca, alega: Primero. Que la sentencia comete error de hecho al no aparecer que todos los accionistas se sometieron al acuerdo de autorizar la enajenación del camino de hierro de Madrid a Salamanca. Segundo. Que infringe el artículo 299 del Código de Comercio de 1829,

concordante con los 121 y 155 del Código de 1855, y la doctrina legal contenida en las sentencias de 25 de febrero de 1869 y 30 de noviembre de 1871, así como los artículos 45 y 59 de los estatutos de la Compañía de Medina del Campo a Salamanca, en relación con el 3.º, 22 y 33, de los mismos estatutos, por cuanto, no obstante, ser éstos la ley a que deben ajustarse los actos y acuerdos del consejo de administración y de la junta general, se daba en el fallo valor y eficacia al contrato de 27 de febrero de 1891, que implicaba la disolución de la Compañía, prescindiendo de que los estatutos no consienten omitir el nombramiento y función de liquidadores. Tercero. Y que, por último, infringe los artículos 1.445 y 1.449 del Código civil, en relación este último con el 1.132, por cuanto en el contrato de venta impugnado no medió precio cierto y se dejó al arbitrio del deudor o comprador del camino vendido pagar en francos o en pesetas, bien fuese en París o en Madrid y Barcelona.

Siendo magistrado ponente don José de Cáceres, se declara que no ha lugar al recurso de casación, en base a los siguientes considerandos:

«Considerando: que no es de estimar el motivo primero porque el error que en él se atribuye a la Sala sentenciadora se refiere a un hecho sin influencia para la resolución que origina este recurso, puesto que hubiera o no unanimidad en la junta de 9 de junio de 1890, es lo cierto que ésta fue puramente preliminar del contrato cuya validez se discute, contrato que, después de concertado, fue sometido a la deliberación de otra junta general posterior, con cuya aprobación se formalizó en 27 de febrero del año siguiente.»

«Considerando: que la sentencia recurrida no infringe los artículos del Código de Comercio y de los estatutos sociales invocados en el motivo segundo, en el concepto de no ser obligatorio el mencionado contrato para los socios ausentes y disidentes, por haberse prescindido del nombramiento y función de los liquidadores que los artículos citados exigen para el caso de disolución, porque los contratos de venta, cesión o traspaso de los derechos de las compañías mercantiles dedicadas a obras públicas, o su fusión con otras de la misma índole, no pueden confundirse con aquélla, ni originan necesariamente una liquidación en el sentido que la define y regula el Código de Comercio, la cual podrá o no sobrevenir a consecuencia de dichos contratos por virtud de circunstancias o pactos especiales que en este pleito no se han mencionado.»

«Considerando: que el derecho concedido al comprador de hacer el pago en distintos lugares y clases de moneda constituye un pacto lícito que en nada afecta a la certeza del precio cuando éste se ha fijado, como sucede en el contrato en cuestión, señalando, de manera que no deje lugar a duda, el número y clase de las especies monetarias, francos o pesetas, en que debe hacer el pago, así como tampoco afectarle el valor mayor o menor que dichas especies tengan en la época de su entrega, siquiera esto entrañe un riesgo, porque sobre ser conocido de los contratantes, uno y otro lo corren por igual, como derivado de las

oscilaciones propias del mercado, en cuyo concepto, la sentencia recurrida no infringe las disposiciones del Código civil señaladas en el motivo último.»

En cuanto a lo alegado por el recurrente, puede advertirse cómo trató de ceñir el pleito tan sólo a tres extremos, de los cuales el último se refiere únicamente a dos cuestiones, a mi modo de ver, erróneamente planteadas: la nulidad del contrato de venta por no mediar precio cierto y el considerar que se dejaba al arbitrio del deudor el pago en pesetas o francos, en Madrid, Barcelona o París.

Acotadas así las cuestiones, el Tribunal Supremo fallará de un modo muy general acerca de la certeza del precio y del derecho que tiene el comprador en cuanto a poder pagar en las distintas monedas estipuladas (francos o pesetas) y en las distintas plazas convenidas (Madrid, Barcelona, París) sin una referencia concreta a que procedía de la modalidad pactada en las escrituras de emisión de las obligaciones —entonces frecuente—, y que se conocía por «opción de cambio» y «opción de plaza».

También pasa por alto nuestro más alto Tribunal el error en que incurría el recurrente —comprensible desde su posición de accionista— de alegar un derecho preferente a favor del comprador respecto al pago de los intereses y amortizaciones de los títulos, cuando en realidad el ejercicio de la opción pertenece a los poseedores de los títulos para devengar sus créditos, tal como la Compañía de Ferrocarriles del Norte había aceptado al haber asumido en su contrato las mismas condiciones que las de la emisión originaria mediante el estampillado especial de su compromiso.

Las cuestiones generales que el Tribunal Supremo aborda respecto a la validez y licitud del pacto de pago en moneda nacional o extranjera, así como a la posibilidad de que se lleve a cabo en distintos lugares (en territorio nacional o extranjero), lo referente a la interpretación de las especies monetarias, tanto si eran monedas nacionales como extranjeras, y el modo de resolver el riesgo de las oscilaciones monetarias cuando puede conocerse por los contratantes, son extremos que merecen una particular atención en cuanto a una correcta interpretación del pago de las deudas de dinero, según es norma en el artículo 1.170 del Código civil y 312 del Código de Comercio, los cuales, si no fueron mencionados, son los que deciden la situación de conflicto entre las partes de acuerdo con el derecho vigente en la época que se dicta la sentencia.

Antes de entrar en el examen concreto de cada una de estas cuestiones, veamos la doctrina que el Tribunal Supremo también sieta en otro de sus fallos al contemplar, igualmente, el caso de una sociedad que omite obligaciones con las mismas características de «opción de cambio» y de «opción de plaza».

### 3. La sentencia del Tribunal Supremo del 23 de abril de 1929.

La sentencia del Tribunal Supremo del 23 de abril de 1929 (10) aborda el caso concreto donde el conflicto nace entre un obligacionista y la Compañía de Ferrocarriles Andaluces, Sociedad Anónima española, constituida en el año 1869 con un capital de 1.500.000 pesetas, sucesivamente aumentado hasta 45.000.000 de pesetas, y domiciliada en Madrid.

La Compañía emitió sucesivas series de obligaciones en pesetas y francos franceses, estableciendo en el artículo 7.º de su estatuto la paridad de cambio entre ambas monedas en cuanto se refería a las acciones, por lo que si no lo hizo específicamente para las obligaciones (artículo 37 de los estatutos) debía entenderse el mismo criterio, tal como quedaba reconocido en la práctica.

Entre las diversas series de obligaciones emitidas hasta 1907, son de interés para el pleito las siguientes: 1.ª, Obligaciones Sevilla-Jerez-Cádiz, serie gris, emitida en 1870; 2.ª, Obligaciones Sevilla-Jerez-Cádiz, serie amarilla, emitida en 1874; 3.ª, Obligaciones Compañía Ferrocarriles Andaluces, primera serie, emitida en 1880; 4.ª, Obligaciones Compañía Ferrocarriles Andaluces, segunda serie, emitida en 1890. Dichas emisiones de obligaciones se habían hecho con la siguiente característica: poder optar libremente por cobrar los cupones a su vencimiento en Madrid en pesetas o en París en francos.

Al provocarse en el año 1896 una depreciación de la peseta respecto al franco francés, la Compañía de Ferrocarriles Andaluces pretende pagar solamente en pesetas los cupones de sus obligaciones para sustraerse a las onerosas consecuencias que le implicaba todo ello. Entonces, varios tenedores de dichas obligaciones inician procedimientos particulares y judiciales para defender su derecho de opción. Para zanjar la cuestión, la Compañía llega a un *modus vivendi* con los obligacionistas, si bien reconocía el derecho a aquella opción para poder cobrar en francos o en pesetas.

Como la situación económica de la Compañía iba empeorando y haciéndose más precaria, a consecuencia de la depreciación monetaria, llegando al trance de no poder cumplir normalmente los compromisos financieros contraídos, con el fin de salvar aquella situación y asegurar su normal desenvolvimiento, así como su crédito y dar a los obligacionistas las garantías necesarias a cambio de los sacrificios que se les pide, se propone un convenio que los obligacionistas aceptan con el benévolo deseo de ayudarla.

El artículo 1.º de dicho convenio fija las condiciones conforme a las cuales deberían ser pagados los cupones vencidos, aun no cobrados, de las obligaciones correspondientes a las cuatro emisiones, así como de

---

(10) V. *Jurisprudencia Civil: Colección completa de las sentencias dictadas por el Tribunal Supremo*: Revista General de Legislación y Jurisprudencia, Tomo 188 (2.º de 1929). Madrid, 1931, pp. 1169 y ss.; también en *Revista de Derecho Privado*, XVIII (1931), p. 305.

los que estaban por vencer hasta el 1 de enero de 1906. Tales condiciones eran de que los cupones pagaderos en francos (con excepción de los vencidos desde el 1 de julio de 1900 a 31 de diciembre de 1925) serán abonados en pesetas, pero entregando al tenedor vales representativos de la diferencia entre el importe líquido del cupón en francos y su contravalor en pesetas efectivamente pagadas, o por pagar, vales que, a su vez, habría de ser liquidado más adelante en la forma que establece dicho convenio.

El artículo 2.º del convenio, en sus apartados B y C, divide cada tres obligaciones en dos grupos: uno compuesto por dos de dichas obligaciones que seguirán cobrando un interés fijo, y el otro por la tercera de dichas obligaciones que sólo habrían de percibir en lo sucesivo un interés variable según los beneficios obtenidos por la Compañía en sus liquidaciones anuales. Respecto a las dos obligaciones con interés fijo, la letra B de este artículo establece textualmente que «serán mantenidas en sus condiciones y en sus derechos actuales, a excepción de lo que hace a la amortización». La tercera de dichas obligaciones quedó modificada por el apartado B de dicho artículo 2.º «en lo que se refiere a sus derechos actuales de conformidad con lo establecido en el artículo 3.º que se indicará», cláusula que reitera el artículo 3.º del convenio de 1906, no modificando los derechos inherentes a las dos obligaciones de interés fijo, salvo en lo que se refiere a la amortización. Por el apartado E de dicho artículo, la Compañía de Ferrocarriles Andaluces se reservó «la facultad de proceder al canje de los títulos de las obligaciones expresadas por otros nuevos, si bien con las siguientes concreciones: «Este canje, si llega a efectuarse, se hará con la declaración expresa de que excluye toda novación de los nuevos títulos emitidos siendo la simple reproducción de los títulos retirados, salvo las modificaciones aportadas a los derechos de los tenedores por el presente convenio; y por consiguiente todos los derechos que tenían los títulos antiguos y especialmente los títulos hipotecarios continuarán amparando los derechos de los tenedores según las categorías a que pertenezcan».

Las modificaciones de que habla el artículo 2.º se encuentran contenidas en el tercero, y son las siguientes: Primer grupo, obligaciones de interés fijo: las modificaciones introducidas alcanzan exclusivamente, conforme a lo establecido en la letra B del artículo 2.º, a la amortización, respecto de la cual los obligacionistas hicieron concesiones a la Compañía, permitiéndole aplazamientos y otorgándole plazos con sacrificio del interés propio al fin de disminuir las dificultades de aquélla para cumplir sus compromisos en las condiciones con que los empréstitos habían sido contratados. Segundo grupo, obligaciones de interés variable: las modificaciones consisten tanto en lo relativo a la amortización como en lo referente al pago de intereses, permitiendo que lo pagado en cada año sea inferior a lo consignado en los artículos anteriores y acomodando su importe a los resultados de la liquidación definitiva de cada ejercicio de la Compañía, si bien precisando en la letra d) del número 4.º de dicho artículo que en ningún caso

los accionistas puedan percibir dividendos mientras la Compañía no haya cumplido regular e íntegramente sus compromisos con los obligacionistas. En el número 1.º del artículo 3.º la Compañía declara su obligación de pagar los intereses de los cupones expresados en francos sin añadir a esta palabra calificativo alguno.

La Compañía, ejercitando la facultad que se había reservado, efectuó el canje de las dos series de obligaciones Sevilla-Jerez-Cádiz, amarilla y gris, sustituyéndolas por otras dos de iguales colores, cuyos títulos llevan fecha de 1 de enero de 1907, en cuyo anverso se contiene un texto en francés y en español, expresándose que «el interés anual de 10 pesetas, pagaderas en Madrid por semestres» y, en los cupones, se dice: «cupón de 5 pesetas, pagaderas en Madrid»; en el texto en francés se dice igualmente: «interés anual de 10 francos, pagaderas en París por semestres» y «cupón de 5 francos, pagadero en París». En los de interés variable se contiene el mismo texto, tan sólo con las modificaciones a su carácter variable.

En cuanto a las dos series de obligaciones Andaluces sólo fueron canjeadas las hojas de cupones, continuando en circulación los mismos títulos anteriormente emitidos, los cuales también llevan el texto en español y en francés, si bien el interés sólo se expresa en francos, mientras que en las de Sevilla-Jerez-Cádiz se fija en francos y pesetas. No obstante, en cada serie de estas últimas hay diferencias: la primera serie, de 1880, expresa: «pagaderas en París», mientras que la segunda serie de 1890 tan sólo manifiesta: «pagaderos por semestres».

En junio de 1907, la Compañía, usando de las facultades del convenio, emite una nueva serie de obligaciones Andaluces, cuyos títulos llevan textos en español y en francés, expresando en ambos que el capital es de 500 francos, y los cupones con anverso en francés y reverso en español, cuyo interés es de 7 francos y medio, pagaderos en París. Para su negociación en la Bolsa española hubo de declararse que «para todos los efectos de la creación y la emisión de la serie de cien mil obligaciones nuevas autorizadas por la asamblea general de accionistas de 14 de junio de 1907 la peseta, moneda española, debe ser considerada como valor equivalente legal en España del franco, moneda francesa» y que, por lo tanto, «el capital nominal de cada título es de 500 francos o de 500 pesetas, y el interés correspondiente al 3 por 100 es de 15 francos o de 15 pesetas».

La Compañía de Ferrocarriles Andaluces, durante varios años, vino anunciando y efectuando el pago de los cupones, tanto de las obligaciones Andaluces como de las de Sevilla-Jerez-Cádiz, en sus dos series respectivas en París, en Bruselas y en Ginebra, en francos franceses, belgas y suizos a la par, según la ciudad donde el pago se efectuaba y en diversas ciudades españolas en igual número de pesetas, pudiendo optar libremente los tenedores de obligaciones al presentarlos en cualquiera de los lugares citados, o en España, y cobrar en la moneda que prefiriesen.

En la Junta general de accionistas del 17 de junio de 1914 se

introdujeron varias modificaciones en los estatutos de la Compañía, quedando redactado el artículo 7.º del siguiente modo: «Se establece como cambio fijo la igualdad del franco francés y de la peseta española, de manera que las expresadas noventa y un mil acciones que constituyen el fondo social representan 45.500.000 pesetas o francos y son representadas cada una por 500 pesetas o 500 francos, y los intereses o dividendos son pagaderos en Francia por el mismo número de francos que de pesetas en España».

Después de estallar la guerra europea, los tenedores de las obligaciones, utilizando una vez más su facultad de opción, en pesetas o francos, decidieron su mayoría en hacerlo en pesetas.

La Ley Alba del 2 de marzo de 1917, acerca de la nacionalización en España de títulos domiciliados en el extranjero, fue desenvuelta y complementada por el Real Decreto del 14 y la Real Orden del 20 de dicho mismo mes y año, confiere la exención de derechos reales y de timbre a las sociedades que explotasen negocios en España si domiciliaban sus valores en el Reino.

La Compañía de Ferrocarriles Andaluces se ocupó de facilitar estos beneficios a los obligacionistas que quisieran aprovecharlos, si bien el obligacionista demandante no se acogió a dicha nacionalización de sus títulos.

El demandante, en cuanto dueño de las obligaciones no nacionalizadas, y de otras series a que se refirió en su demanda, al presentar al cobro sus cupones exigió el pago en francos oro. La Compañía se negó a entender la expresada reclamación y anunció el pago de los cupones sucesivos en francos, a reserva de todos los derechos de los obligacionistas, que se atestiguara para los portadores de cupones de obligaciones no nacionalizados mediante la entrega de un bono complementario. Al efectuar el pago, la Compañía entregó a los reclamantes —y entre ellos el demandante— billetes del Banco de Francia por su valor nominal o su equivalencia en pesetas y, a partir del cupón pagado en 1.º de noviembre de 1921 abonos complementarios, o «vales», en que se hacía constar la reserva de sus derechos.

La Compañía admite y reconoce la opción a los obligacionistas de cobrar sus cupones en francos o en pesetas con anterioridad al 1.º de diciembre de 1906, pero niega que en parte alguna estuviera dicho que, para los que optaran por cobrar en francos, había que hacerse en francos oro, sino en el franco que tuviera carácter de moneda liberatoria en la fecha que el pago debía hacerse y en el lugar que debiera efectuarse. Y sólo cuando llegó el momento en que la depreciación del signo monetario español «peseta» fue tal que no pudo ser atendido el servicio con los ingresos y recursos de la Compañía fue cuando ésta quiso aceptar a su vez y acogerse a la igualdad que establecían entre el franco y peseta los títulos de las acciones, de las obligaciones y cupones, siendo rechazada esa facultad por los obligacionistas y que determinó la precisión de adoptar primero un *modus vivendi* y más tarde, un convenio, que fue sometido al Juzgado del distrito de

la Universidad, de Madrid, obteniendo la mayoría necesaria que permitió fuera homologado.

En la réplica, el demandante reconoce que es exacto que en ninguna parte está dicho que el pago había de hacerse en francos oro, pero que insistía en que no podía entenderse otra cosa, sino francos oro, por las razones ya alegadas.

El Juzgado dictó sentencia el 19 de febrero de 1925 y absuelve de la demanda a la Compañía, que fue confirmada por la Sala segunda de lo Civil de la Audiencia de Madrid el 5 de mayo de 1928.

El demandante interpuso recurso de casación por infracción de ley, basándose en la no aplicación de los preceptos 1.091, 1.281 y 1.282 del Código civil, relativos a la interpretación de los contratos. También invocó la infracción del artículo 1.091 y del 1.281 por privar a los obligacionistas su derecho de opción de exigir el pago en pesetas o en francos a su voluntad; además, alegaba que la finalidad del convenio era salvar de la quiebra a la Compañía, ya que se encontraba en suspensión de pagos, aplazando la amortización y disminuyendo la carga de intereses. Imputaba a la Sala negar que los cupones, de cuyo cobro se trata, fuesen pagaderos en pesetas o francos, según lo exigiesen los obligacionistas, a pesar de que en las hojas escritas por la Compañía para la nacionalización de las obligaciones y de los cupones se decía textualmente que «son pagaderos en pesetas y francos» y son pagaderos en moneda nacional y extranjera», lo cual padece de error de hecho y de derecho. También se alegó la infracción del artículo 1.289 del Código civil, en cuanto dispone que si el contrato fuese oneroso la duda se resolverá en favor de la mayor reciprocidad de intereses; por cuanto al fallar que el contrato debe interpretarse en el sentido de que pagando la Compañía en francos papel, cuyo valor es hoy la quinta parte del de los francos oro en que se hizo el préstamo, no es sólo no buscar la mayor reciprocidad de intereses, sino alejarse lo más posible de esa reciprocidad, dando una ventaja enorme a la Compañía para el pago de su deuda, ventaja que sería lícita si no tuviera como contrapartida la lesión equivalente que, con mengua de esa reciprocidad, se infiere a los acreedores, cayendo en una solución evidentemente injusta que el propio Tribunal Supremo calificó de sarcástica en su Sentencia del 12 de enero de 1923. Además, el demandante alegaba la infracción del artículo 1.170 del Código civil, en cuanto dispone que no siendo posible pagar en la especie pactada se pague en la moneda de oro y plata que tenga curso legal en España, según también lo declaró la citada Sentencia del 12 de enero de 1923, y al no ordenarlo así el fallo recurrido, estimando que la Compañía cumple sustituyendo la moneda metálica con billetes de banco no convertibles en moneda, incide en la infracción indicada.

Ante tales pretensiones, y siendo ponente el magistrado don Fulgencio de la Vega, el Tribunal Supremo pasa a fallar lo siguiente:

«Considerando: que es procedente la agrupación de los motivos primero y séptimo del recurso, tanto por invocarse en ambos las mis-

mas infracciones legales, cuanto por referirse a la interpretación del convenio celebrado por la Compañía de los Ferrocarriles Andaluces con sus acreedores, homologado por sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Chamberí el 1 de diciembre de 1906.»

«Considerando: que es doctrina constante y reiterada de esta Sala la de que la función interpretativa de los contratos es facultad de la Sala sentenciadora, a menos que al hacerlo se incurra en evidente error; y como en los dos apartados del motivo primero no se alega en debida forma ese manifiesto error y además en ese motivo y en el séptimo se atribuye al fallo declaraciones que no contiene, porque se limitó a resolver que no había lugar a las pedidas en la demanda bajo los apartados A a K de la súplica y absolver a la Compañía demandada, es preciso concluir afirmando la improcedencia de ambos motivos, pues las declaraciones que se impugnan, como comprendidas acaso en algún Considerando no podrían ser atacadas y combatidas, ya que el recurso se da contra los pronunciamientos de la sentencia y no contra los razonamientos que sirvieron al juzgador para pronunciarla.»

«Considerando: que de igual modo deben ser agrupados los motivos tercero y décimo del recurso por estar encaminados a demostrar la infracción del artículo 1.204 del Código civil y jurisprudencia concordante relativos a que la novación nunca se presume, por cuanto lejos de hacerse en la sentencia declaración alguna en ese sentido, claramente se expresa lo contrario al final del decimosexto Considerando al estimar que las obligaciones Sevilla-Jerez-Cádiz, series gris y amarilla, aunque tengan la fecha de 1 de enero de 1907 no constituyen una emisión nueva, sino que son la reproducción de los títulos anteriores que por su estado de deterioro fue preciso renovar, y, por tanto, aunque se hubiera declarado que existía tal novación nunca podría estimarse, como se asegura en el último motivo del recurso, que una obligación anterior derogue otra posterior, lo cual sería imposible, sino, que en todo caso, que el convenio de 1906 podía haber novado las obligaciones fechadas en 1 de enero de 1907, porque esta fecha se refería sólo a la reproducción de los títulos que fueron canjeados y de fecha anterior a 1906, todo ello según se afirma en el apartado E del capítulo 2.º del convenio, por cuyas razones es preciso desestimar los antedichos motivos.»

«Considerando: que de igual modo debe ser desestimado el motivo cuarto no sólo por las razones consignadas en el primer Considerando de este fallo respecto de la interpretación de los contratos a que se refiere el artículo 1.289 del Código civil, que como infringido se cita, sino también porque la Sentencia de la Sala tercera de este Tribunal Supremo a que se hace referencia, no puede ejercer influencia ni ser eficaz a los efectos de la casación legal ni puede servir de norma para que sus apreciaciones muy respetables sin duda, deban de servir de pauta o guía a las otras Salas que se desenvuelven y aplican el derecho en otro orden distinto del relativo al contencioso administrativo.»

«Considerando: que las infracciones de los artículos 1.753 y 1.170 del Código civil, invocadas en los motivos 5.º y 6.º del recurso, aunque constituyen la verdadera esencia de éste y de la cuestión litigiosa, tampoco pueden ser estimados, cuanto al primero, porque si bien es cierto que el prestatario está obligado a devolver al prestamista otro tanto dinero de la misma especie y calidad que de éste recibió, no lo es menos que no se ha acreditado debidamente cuál fue la clase de moneda entregada al recibir las obligaciones suscritas, ni menos si los actuales poseedores de ellas son o no los primitivos suscriptores o las adquirieron en el mercado bursátil y a qué tipo de cotización, y, sobre todo, por qué la obligación de devolver el capital prestado en igual especie que se recibió no se refiere a los intereses cuyo pago pudo ser pactado en especie distinta; y en último término, por qué convenido el pago en francos o en pesetas sin especificar si había de ser en moneda metálica o de papel, el deudor cumple su obligación haciendo el pago en cualquiera de esas clases de moneda, con independencia del mayor o menor precio que tengan en el mercado, pues estimar lo contrario equivaldría a que recayeran exclusivamente sobre el deudor todos los riesgos de la imprevisión de ambos contratantes y que, por lo tanto, no le pueden ser imputados conforme a la más elemental equidad, según en caso análogo se resolvió por este Tribunal Supremo en la Sentencia de 29 de octubre de 1895 y de 27 de octubre de 1868.»

En esta sentencia, el Tribunal Supremo se ciñe a criterios exclusivamente civilistas, comenzando por asimilar un empréstito obligatorio al préstamo y proclamando, además, el *favor debitoris* respecto a las cuestiones de cumplimiento y pago. Se dejan al margen, pues, los aspectos mercantiles propios de la emisión de obligaciones y fundamentalmente los correspondientes a las cláusulas de opción de cambio y opción de plaza establecidas en las escrituras de emisión y reflejadas en los propios títulos.

Por lo tanto, merecen un atento examen las cuestiones referentes a la depreciación monetaria, el nominalismo y los efectos en los pagos, el derecho de opción de los acreedores u obligacionistas y una interpretación de las normas del derecho vigente respecto a la problemática que presentan estas modalidades de emisión de títulos obligatorios.

#### 4. *La depreciación de las monedas como motivo del conflicto de intereses.*

De los hechos transcritos por ambas sentencias se advierte que el conflicto fundamental entre las partes fue motivado por las alteraciones producidas en los cambios de las monedas pactadas que habían de ser objeto de elección para el pago: al resultar una de ellas depreciada, con menor poder adquisitivo que la otra, el poder de decisión sobre cuál había de ser elegida para el pago era una cuestión de vital importancia para ambas partes.

Cuando se hace un lanzamiento simultáneo de un empréstito obligatorio, cuyos títulos pueden ser suscritos en diferentes monedas y en diferentes plazas, en principio, suele establecerse un paridad de cotización (500 pesetas o 500 francos cada obligación, como en el caso de la Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca) o bien se sobreentiende (cuando se opta libremente a cobrar los cupones «en Madrid en pesetas o en París en francos», como en el caso de la Compañía de Ferrocarriles Andaluces), pero que con el paso del tiempo, y al producirse la depreciación de una de las monedas optables, marca una diferencia estimable en el poder adquisitivo de ambas, siendo más favorable o perjudicial al acreedor o al deudor el recibir o pagar en una de dichas monedas.

Efectivamente, en los dos casos de autos contemplados por el Tribunal Supremo, las oscilaciones en los cambios entre la pesetas española y el franco francés dieron lugar al conflicto entre las partes.

Si bien en la primera sentencia, del 28 de octubre de 1895, el conflicto básico fue planteado por un accionista (la Diputación Provincial de Salamanca, poseedora de 500 acciones de la Compañía de Ferrocarriles de Medina del Campo a Salamanca), al pretender fundamentalmente la nulidad del contrato de cesión o traspaso que la Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca hacía a la Compañía de los Ferrocarriles del Norte de España, considerando que se extralimitaba en sus facultades (enajenación por precio alzado del total haber social), así como por la falta de certeza en el precio, al poderlo realizar en francos o en pesetas, no se dejaba también de tener en cuenta por dicho accionista que el abono de 15 pesetas o francos anuales como intereses de cada una de las 30.000 obligaciones, y en el pago de 500 pesetas o francos por vía de amortización eran «cantidades que se habían de satisfacer en Madrid, Barcelona, y París, sin que pudiera ocultarse, atendidas las diferentes oscilaciones de los cambios, que 15 ó 500 francos no equivalían a 15 ó 500 pesetas, y que había gran diferencia entre pagar en París o en Madrid y Barcelona».

De manera más directa se plantea la cuestión del pago de los intereses de las obligaciones en el segundo caso que se presenta ante el Tribunal Supremo, en la sentencia del 23 de abril de 1929, en cuyo caso juega un papel fundamental el efecto producido por la depreciación de la peseta en el año 1896. Entonces, la Compañía de los Ferrocarriles Andaluces pretende pagar exclusivamente en pesetas los cupones de sus obligaciones con objeto de evadirse de las consecuencias onerosas que implicaba tal depreciación de la peseta en relación con el franco francés. Como ello supusiera negar un derecho preferente de los obligacionistas de una manera abierta y contraproducente, la sociedad trama su objetivo final a base de celebrar con los obligacionistas un *modus vivendi* y, más tarde, un convenio, por los cuales, los cupones pagaderos en francos serían abonados en pesetas, si bien entregando al tenedor vales representativos de la diferencia entre el im-

porte líquido del cupón en francos y su contravalor en pesetas efectivamente pagadas, o por pagar, además de un canje de títulos con nuevas condiciones para la amortización. Fórmula conocida por toda sociedad con graves problemas de liquidez o en quiebra latente ante la marcha irregular de sus negocios.

Que la sociedad estaba decidida a sacar ventajas de las oscilaciones monetarias se comprueba años más tarde, en 1924, al ocurrir una situación distinta de la anterior, al sobrevenir ahora la baja del franco francés en relación con la peseta. Entonces un obligacionista (el demandante en autos) trata de que los pagos en francos lo sean en francos-oro, al haber descendido los francos papel una quinta parte de su valor, mientras que la Compañía de los Ferrocarriles Andaluces entiende que serán en francos papel o de curso legal, cuestión fundamental que será la llevada a debate ante el Tribunal Supremo.

Después de la primera guerra mundial —observa Nussbaum (11)— los acreedores se acogían y optaban por las monedas fuertes, si bien los deudores mostraban la tendencia opuesta. Sin embargo, los tribunales —añade— fueron más o menos unánimes en sus conclusiones respecto a los empréstitos con opción de cambio y con opción de plaza. Mientras las sociedades pretendían que la relación monetaria contenida en los títulos obligatorios era solamente a título informativo (como en el caso de los cupones de la Compañía de ferrocarriles austríaca) (12), los tribunales amparaban y defendían la opción de los acreedores, rechazando el favor de dicha opción para las sociedades deudoras, sin que se permitiese discriminar a los tenedores.

Si bien las emisiones de obligaciones con opción de cambio y con opción de plaza se idearon en un principio como modalidades que hiciesen atractiva la suscripción a los acreedores por la comodidad que les ofrecía de poder optar para el cobro de sus intereses y amortizaciones en la moneda y en la plaza que mejor les conviniese —normalmente la de residencia—, al ocurrir las fuertes oscilaciones monetarias y resultar que una o varias de las monedas de pago tenían un mayor o menor valor en cambio respecto de la otra u otras, con la consiguiente diferencia en su poder adquisitivo, se cambiaron sus tornas en el sentido de que dichas opciones, en definitiva, venían a garantizar los intereses de los acreedores contra la depreciación de la moneda, incluso por lo que respectaba a la serie emitida en el mercado interior (13).

De aquí que la mayor parte de los autores que han tratado posteriormente estas cláusulas de opción de cambio y de opción de plaza acentúen esta faceta y lleguen a decir, como hace Ascarelli (14), que el

---

(11) NUSSBAUM, *Derecho monetario nacional e internacional*, trad. argentina de Schoo. Buenos Aires, 1954, p. 539.

(12) NUSSBAUM, *Teoría jurídica del dinero*, cit. p. 255.

(13) Cfr. *Comment garantir les emprunts intérieurs contre la dépréciation de la monnaie*, en *Revue Politique et Parlementaire*, 134 (1925), pp. 30 y ss.

(14) ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, cit. p. 227; ROZIS, *L'exécution des obligations et les variations de valeur de la monnaie (La monnaie de paiement)*.

acreedor, dada la elección concedida, prácticamente puede limitar el propio riesgo—y ésta es la razón práctica de la cláusula— cuando se alteren los poderes adquisitivos de la moneda.

##### 5. *La opción como un derecho de elección a voluntad de los acreedores.*

La posibilidad de elección por parte de los acreedores de la moneda de pago o de la plaza en que podía hacerse efectivo su crédito (intereses y amortizaciones) condujo a la doctrina a examinar la naturaleza jurídica de las cláusulas en que se había constatado dicha opción, concretamente en las escrituras de lanzamiento de un empréstito obligatorio, así como su constancia en los propios títulos.

El haberse previsto que se pagarían en diversas monedas y en distintas plazas —en pesetas o francos, en Madrid o en París—, tal como fue el caso de las sentencias del Tribunal Supremo de 1895 y 1929, plantea entre los autores la cuestión de si se trata de una obligación alternativa o existe tan sólo una obligación pura y simple, al tener un objeto único, si bien con diferentes modalidades de ejecución. El decidirse por una u otra naturaleza lleva consigo una finalidad práctica del mayor interés, puesto que si se trata de una obligación alternativa la elección corresponderá al deudor, a menos que expresamente dicha facultad se le hubiese concedido al acreedor (art. 1.132 del Código civil) (15).

Schoo (16), que recoge una serie de razones de los autores que discuten la cuestión, termina por concluir que «si bien es fácil concebir la importancia que puede tener el sentado principio cuando se aplica a los títulos estatales o de grandes sociedades que los inversores han adquirido pagándolas con buena moneda, y que las colectividades deudoras buscan siempre cancelar aprovechando eventuales alteraciones monetarias, encontramos que razones jurídicas y no circunstanciales de hecho, deben llevarnos a concluir que la cláusula de opción de cambio importa una obligación pura y simple».

A mi entender, tanto este autor como los que siguen esta tendencia, se dejaban impresionar de la primacía que la tradición romanista otorgaba al deudor—o principio del *favor debitoris*—, sin advertir que por el hecho mismo de haberse constatado las cláusulas de opción en la escritura constitutiva del empréstito la elección alternativa ya se decide, y expresamente, a favor de los tenedores de los títulos o acreedores; la excepción resulta patente en virtud de la propia disposición

París, 1925, p. 65; PENCIULESCO, *Effets des fluctuations du change sur la constitution et le fonctionnement des sociétés*, en *Journal des sociétés* (1937), p. 97.

(15) Igualmente que el español, así lo disponen el Código civil francés (artículo 1.190), el italiano de 1864 (art. 1.178). El Código de las obligaciones suizo (artículo 72) no exige que la estipulación sea expresa. El Código civil alemán (§ 262) establece que, en caso de duda, la elección pertenece al deudor, si bien por convenio expreso de las partes puede efectuarla el acreedor. Cfr. NAJJAR, *Le droit d'option, contribution à l'étude du droit potestatif et de l'acte unilatéral*. París, 1967; CESARO, *Il contratto e l'opzione*. Napoli, 1970.

(16) SCHOO, op. cit., p. 627.

de las partes, y, por lo tanto, de acuerdo con el propio ordenamiento tradicional.

Un argumento más nos lo ofrece Salandra (17), cuando hace ver que la unidad del empréstito obligatorio no se contradice por las cláusulas de opción, puesto que quedan inscritas en cada uno de los títulos del mismo modo y en todos ellos, y cualquier portador puede servirse de la alternativa ofrecida, enviando los títulos para su pago al país de la moneda que prefiere.

Además, hay que considerar con Caputo (18) que, aquello que puede parecer un daño injustificado para el emisor, al tener que pagar los intereses y reembolsar el capital en la moneda más apreciada, constituye, precisamente, la causa del pacto: en realidad, tampoco se produce un enriquecimiento injusto por parte de quienes habiendo adquirido los títulos con una moneda depreciada se presentan en un país donde existe en curso una moneda fuerte o revalorada. En definitiva, debemos concluir con este autor, que los títulos vienen cotizados unitariamente en base a la moneda más apreciada que ellos contienen; su valor varía de un país a otro sólo por razón de los gastos de la comisión bancaria debida para su efectividad y de los obstáculos puestos a la exportación de la moneda en el país a donde los títulos deben ser enviados para su pago más remuneratorio.

La cuestión puede presentarse dudosa a juicio de Mann (19), cuando las cláusulas de opción no están claramente planteadas o lo son de un modo complejo. La *facultas alternativa*, que el derecho continental europeo atribuye al deudor, en principio, puede venir aplicada tal como en algún caso ha sucedido, por lo que este autor concluye que en cada caso se trata siempre de una cuestión interpretativa y que es peligroso adoptar una posición dogmática.

Según Ascarelli (20), en caso de duda, la interpretación comercial deberá hacerse según los criterios vigentes en el ordenamiento que disciplina la relación. A pesar de la pluralidad de países en que vienen colocados los títulos, se debe tener como ley única que disciplina la relación, por regla general (21), aquella del lugar de la creación de los títulos. Mientras que Schnitzer (22) concede peculiar relieve a la sede de la empresa deudora, o bien para la determinación de la *lex obligationis* en el mundo mercantil a la prevalencia de la ley del país del

---

(17) SALANDRA, *Prestito obbligazionario pagabile in diverse valuta*, en *Il Foro italiano* (1937), p. 1657.

(18) CAPUTO, *Le clause di garanzia monetaria*. Milano, 1939, p. 105.

(19) MANN, *The legal aspect of money*, 2.<sup>a</sup> ed. Oxford, 1953, pp. 179 y ss., v *Das Rechts des Geldes*, cit. p. 164.

(20) ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, cit. p. 229.

(21) ASCARELLI, *op. cit.*, p. 232, excepciona cuando la voluntad es expresada en los títulos constitutivos. RABEL, *Conflic of Laws. A Comparative Study*. Chicago, 1945-1950, t. III, pp 8 y 45, critica la tendencia de aplicar la ley del lugar elegido por el acreedor para el pago. También VAN HECKE, *Problemes juridiques des emprunts internationaux*, p. 270.

(22) SCHNITZER, *Handbuch des Handels-, Wechsel und Checkrechts*. Zürich y Leipzig, 1938, pp. 292 y 295.

mutuante, Ascarelli (23) concluye que, en realidad, la *lex obligationis* debe ser determinada en base a las normas de conflicto (de la *lex fori*, allí donde se tome como base), fijando según ella los criterios interpretativos en cuanto permitan la reconstrucción de la voluntad de las partes en armonía con la función del negocio, según la consideración y con criterio prevalente respecto a los intereses del acreedor.

Las sociedades deudoras no dudaron en invocar a su favor el principio universal del *favor debitoris* para la elección de la prestación en las obligaciones alternativas, argumento que, según hace ver Nussbaum (24), fue rechazado por los tribunales al reconocer que el propósito de las cláusulas de opción de cambio era ofrecer facilidades apropiadas a los eventuales adquirentes de títulos (25). Es que, como acertadamente expone este autor (26), el deudor se halla jurídicamente obligado a procurar la suma de que se trate al tenedor del título, en la plaza y en la moneda indicada en el instrumento, aun cuando no haya sido establecida una agencia de pago (27). De acuerdo con el derecho local—concluye—, las estipulaciones que nos ocupan podrán ser suficientes para que los tribunales del lugar de pago o de percepción abran la jurisdicción (28).

#### 6. *La posición del Tribunal Supremo en cuanto a las opciones pactadas.*

Las emisiones de obligaciones realizadas por las sociedades españolas, que fueron objeto de sentencia por el Tribunal Supremo, contenían cláusulas de opción de cambio y de opción de plaza. Sin embargo, la cuestión fundamental debatida entre las partes no hacía referencia directa a dichas cláusulas.

En la primera sentencia, del 29 de octubre de 1895, un accionista (la Diputación Provincial de Salamanca) se interesaba más por el aspecto de la nulidad del contrato de cesión realizado por la Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca a la Compañía de Ferrocarriles del Norte de España; entre las modalidades de la cesión el accionista se fijaba más en la opción que dice haberse establecido en el contrato de venta, respecto a la cual el Tribunal Supremo la interpretará en el sentido tradicional, «como el derecho concedido al comprador de hacer el pago en distintos lugares y clases de moneda», que «constituye un pacto lícito».

(23) ASCARELLI, op. cit., p. 232.

(24) NUSSBAUM, *Derecho monetario nacional e internacional*, cit. pp. 540 y 541, y *Teoría jurídica del dinero*, cit. p. 318.

(25) Así ocurrió en los casos sentenciados por el Tribunal Federal Suizo, Lisboa, 1956, p. 247.

(26) NUSSBAUM, *Derecho monetario nacional e internacional*, cit. p. 538.

(27) Cfr. Ap. París, 25 noviembre 1926, en *Clunet* (1927), p. 700.

(28) Así ocurrió en los casos sentenciados por el Tribunal Federal Suizo, 4 noviembre 1926, en *Amtliche Sammlung*, 52, III, 165; 19 diciembre 1927, en *Amtliche Sammlung*, 53, III, 196; 28 marzo 1930, en *Amtliche Sammlung*, 56, I, 237; 26 septiembre 1933, en *Amtliche Sammlung*, 59, II, 355. Tribunal Superior de Zürich, 12 febrero 1941, en *Schweizerische Juristenzeitung*, XXXVII (1939), p. 350. Por su parte, el Tribunal civil de Amberes, 5 enero 1935, en *Bulletin de l'Institut Juridique International*, XXXII (1935), p. 93.

En la sentencia del 23 de abril de 1929, el obligacionista, que reclamaba el pago de los intereses de sus títulos, se concretaba a exigir su pago en francos-oro. El Tribunal Supremo, acogiéndose exclusivamente a los preceptos del mutuo civil y a un criterio nominalista, establece que «el prestatario está obligado a devolver al prestamista otro tanto de dinero de la misma especie y calidad que de éste recibió, no lo es menos que no se ha acreditado debidamente cuál fue la clase de moneda entregada el recibir las obligaciones suscritas» y «en último término, porque convenido el pago en francos o en pesetas, el deudor cumple su obligación haciendo el pago en cualquiera de esas clases de moneda».

La sentencia del 25 de octubre de 1895, a pesar de no llegar a abordar las cuestiones concretas que planteaba la emisión de obligaciones hecha por la Compañía del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca, en sus fundamentos de hecho queda claro que la modalidad de opción de cambio y de opción de plaza se había estatuido formalmente. Ahora bien, al surgir la cuestión entre un accionista, la Diputación Provincial de Salamanca (poseedora de 500 acciones) y la citada sociedad, respecto a la cesión y traspaso a la Compañía de los Ferrocarriles del Norte de España de todos los inmuebles, material y derechos que correspondían a la anterior, obligándose la del Norte a pagar los intereses y amortización de 30.000 obligaciones de las 38.000 que tenía emitidas la sociedad de Medina del Campo a Salamanca, en las cuales 30.000 obligaciones la compañía cesionaria estamparía un cajetín con la promesa de pago (15 pesetas o francos de interés anuales por cada una de las obligaciones y 500 pesetas o francos de amortización por cada título, a partir desde el primer vencimiento siguiente al día en que tomase posesión de la línea enajenada), lo que le preocupa al accionista era conseguir la nulidad de dicha cesión, por lo que trata de impugnarla a base de decir que no consintieron todos los accionistas, que tan contrato implicaba la disolución de la sociedad y, sobre todo, que con arreglo a las normas civiles en dicho contrato de venta no medió precio cierto, dejándose al arbitrio del deudor o comprador del camino de hierro vendido el pagar en francos o pesetas, bien fuese en París o en Madrid y Barcelona.

El mencionado accionista había seguido un camino exclusivo para sus pretensiones sin reparar en la maniobra del grupo dirigente francés de la sociedad que indirectamente entraba al reparto de las 27.250 obligaciones cedidas a los cointeresados acreedores franceses por préstamos anteriores (de 1.000.000 de francos a favor del «Comptoir d'Escomptes de Paris»), mientras que la Diputación de Salamanca tenía que perder sus contribuciones de capital como consecuencia del mal estado financiero de la sociedad, que se declaraba en suspensión de pagos.

Planteadas así las cuestiones, el Tribunal Supremo no podía declarar la invalidez de un contrato aceptado por la mayoría en la Junta general de accionistas, ni aceptar la tesis de una disolución de la socie-

dad dedicada a obras públicas. Si la Diputación de Salamanca, como accionista, no plantea bien su defensa, el Tribunal Supremo tenía que declarar conforme a derecho tanto la venta como la cesión y traspaso que formalmente habían sido correctos.

El actor también planteaba mal la cuestión referente al precio del contrato de venta; en realidad, el precio de la cesión venía compuesto tan sólo por el volumen total de deudas de la sociedad en suspensión de pagos. La Compañía de Ferrocarriles del Norte de España, por la cesión y traspaso que se le hacía de «todos los inmuebles, material y derechos que le correspondían», se obligaba únicamente a pagar los intereses y amortización de 30.000 obligaciones. Por lo tanto, no se dejaba (como pretendía el actor) «al arbitrio del deudor o comprador del camino vendido pagar en francos o pesetas, bien fuese en París o en Madrid y Barcelona». La Compañía de los Ferrocarriles del Norte de España, en realidad, había hecho una asunción de la deuda que tenía la Sociedad del Ferrocarril de Medina del Campo a Salamanca. Dicha asunción de deuda mantenía las mismas modalidades, requisitos y prescripciones que las estipuladas para la emisión de los títulos obligatorios (la opción de cambio y la opción de plaza para el cobro de sus títulos), con la única condición de estampar un cajetín en dichos títulos con la promesa de pago, reteniendo tan sólo 2.750 obligaciones la Compañía de Medina del Campo a Salamanca y repartiendo las restantes 27.250 obligaciones entre sus acreedores, que la declaraban libre de todos sus compromisos.

Por lo tanto, no se trataba de conceder al comprador un derecho a hacer el pago en distintos lugares y clases de moneda, tal como planteaba el actor, y sentenció el Tribunal Supremo erróneamente en su último considerando (28 bis). El «pago», que como resultado de la cesión o traspaso la Compañía de Ferrocarriles del Norte de España debía hacer a los acreedores, lo era por la cuantía de los intereses de los títulos obligatorios y de su amortización; ningún otro pago debería hacer la citada Compañía; y, la opción a recibir moneda española o francesa y a que se hiciese en Madrid, Barcelona o París, no correspondía al comprador (Compañía de los Ferrocarriles del Norte de España), sino a los poseedores de los títulos obligatorios, quienes, a su conveniencia, podían ponerlos al cobro en una u otra plaza y en la moneda que mejor les conviniese.

En realidad, los efectos prácticos de la Sentencia del 29 de octubre de 1895 fueron idénticos, a pesar de las consideraciones específicas expuestas, al reconocer el Tribunal Supremo la licitud del pacto de hacer pagos en distintos lugares y clases de moneda «francos ó pesetas»; al no tomar en cuenta la depreciación de una u otra moneda (por no «afectarle el valor mayor o menor que dichas especies tengan

---

(28 bis) Los profesores CASTÁN y BONET RAMÓN también lo entendieron así, pareciéndoles acertada la tendencia que inicia el Tribunal Supremo con el fin de liberar al deudor de los riesgos de la imprevisión en que incurrieron ambos contratantes, cfr. en *Revista de Derecho Privado*, XVIII (1931), p. 305.

en la época de su entrega») y al considerar que por ser un riesgo que al «ser conocido de los contratantes, uno y otro lo corren por igual, como derivado de las oscilaciones propias del mercado».

7. *La actitud del Tribunal Supremo en cuanto a la depreciación de las monedas.*

La Sentencia del 23 de abril de 1929 también se restringe al *petito* del actor. En este caso se trataba de un obligacionista de la sociedad demandada (la Compañía de los Ferrocarriles Andaluces, S. A. española), el cual, después de haber optado por el pago de los intereses de sus títulos obligatorios en francos franceses, exigía le fuesen pagados en francos-oro y no en francos-papel.

El acreedor obligacionista alegaba, concretamente, la infracción del artículo 1.289 del Código civil en cuanto dispone que, si el contrato fuese oneroso, la deuda se resolverá en favor de la mayor reciprocidad de intereses; alegaba, además, que al pagar la Compañía en francos-papel (cuyo valor había disminuido a su quinta parte desde que se hizo el préstamo) no era buscar la mayor reciprocidad de intereses, sino alejarse todo lo posible de esa reciprocidad, dando una ventaja enorme a la Compañía para el pago de su deuda, ventaja que sería lícita si no tuviera como contrapartida la lesión equivalente que, con mengua de esa reciprocidad, se infiere a los acreedores, cayendo en una solución evidentemente injusta, tal como el Tribunal Supremo se ocupó en la Sentencia del 12 de enero de 1923 (29).

Parece indudable que el precedente establecido por esta sentencia indujo al acreedor obligacionista a tomar en cuenta la depreciación de una moneda: allí se planteaba el caso de un pago en marcos alemanes que el deudor pretendía hacerlo en marcos-papel y que el Tribunal Supremo le obliga a hacerlo en marcos-oro o por su equivalencia en pesetas.

A pesar de la situación análoga de depreciación de monedas extranjeras, el Tribunal Supremo adopta distinto criterio para sus decisiones. Mientras en el caso de un pago en marcos toma en cuenta su depreciación, por el hecho de estarlo completamente hasta un límite extremo (además se trataba de un pago al Estado español), eran «signos que carecían de estimación o que la tienen ínfima en el mercado internacional», manteniendo, por tanto, un criterio valorista y rechazando el nominalista («ahora —decía— esos billetes no representan existencias metálicas, iguales a su valor nominal y, de consiguiente, no son de rigor, la especie pactada en dichos contratos, por lo que se hace preciso sustituirla por moneda de oro o plata, que tenga curso legal en España»), por el contrario, en el caso de un pago en francos franceses (a un acreedor particular español) se atiende al criterio nominalista más puro —a pesar de no mencionarlo—, implícitamente contenido en la afirmación de que «el deudor cumple su obligación haciendo el pago

(29) ALCUBILLA, *Apéndice* del año 1924, p. 619. También, *Gaceta de Madrid* del 3 y 5 de junio de 1923, pp. 16 a 22.

en cualquiera de esas clases de moneda (francos o pesetas), con independencia del mayor o menor precio que tengan en el mercado».

En definitiva, para el Tribunal Supremo—en esta primera etapa del siglo xx, y también después (30)—el fenómeno de la depreciación de la moneda (nacional o extranjera) es una cuestión de hecho que queda sujeta su consideración o arbitrio del juzgador.

A pesar de que en ambos casos la imprevisión de las partes respecto a la especificación del pago (en moneda metálica o de papel) era semejante, el Tribunal Supremo no duda, por un lado, en distinguir y tomar en cuenta la depreciación del marco alemán, al ser «ínfimo» o «carente de estimación», mientras que no le da trascendencia a la depreciación, en su quinta parte de valor, al franco francés, anteponiendo unos criterios materiales de justificación, como el que «no se ha acreditado debidamente cuál fue la clase de moneda entregada al recibir las obligaciones suscritas», o ya personales, como de saber «si los actuales poseedores de ellas son o no los primitivos suscriptores», decidiéndose por el *favor debitoris*, al sostener que «estimar lo contrario equivaldría a que recayeran exclusivamente sobre el deudor todos los riesgos de la imprevisión de ambos contratantes, y por lo tanto no le pueden ser imputados conforme a la más elemental equidad, según en caso análogo se resolvió por este Tribunal Supremo en la Sentencia de 29 de octubre de 1895 y 27 de octubre de 1868».

#### 8. *La asimilación del contrato de emisión de obligaciones al de préstamo: la postura actual.*

Por último, otra cuestión que tiene interés es la postura que adopta el Tribunal Supremo al asimilar el negocio de emisión de obligaciones con el de un préstamo simple o mutuo.

La Sentencia del 23 de abril de 1929 concretamente se refiere a «que el prestatario está obligado a devolver al prestamista otro tanto dinero de la misma especie y calidad que de éste recibió» y que «la obligación de devolver el capital prestado en igual especie que se recibió no se refiere a los intereses cuyo pago pudo ser pactado en especie distinta», pues «no se ha acreditado debidamente cuál fue la clase de moneda entregada al recibir las obligaciones suscritas».

La identificación del negocio de emisión de obligaciones con el préstamo es una postura ya clásica en nuestra doctrina (31), al en-

(30) SS. 4 julio 1944, 27 febrero 1945, 15 junio 1946, 29 abril 1946, 23 noviembre 1946, 22 marzo 1947, 28 junio 1948, 4 enero 1951, 3 octubre 1955, 11 marzo 1957, 19 diciembre 1959, 31 octubre 1960, 22 noviembre 1966, 27 mayo 1967, cuya causa principal es la depreciación de la moneda española.

(31) Cfr. CLARET y MARTI, *Sociedades anónimas*. Barcelona, 1944, p. 151; VICENTE y GELLA, *Curso de Derecho mercantil comparado*, II (Zaragoza, 1945), página 93; GARRIGUES, *Tratado de Derecho mercantil*, I-2 (Madrid, 1947), pp. 793 y 883; LANGLE, *Manual de Derecho mercantil español*, I (Madrid, 1950), p. 562; ARRILLAGA, *Emisión de obligaciones y protección de los obligacionistas, según la Ley de sociedades anónimas y la legislación extranjera*. Madrid, 1952, pp. 12 y ss.; VELASCO ALONSO, *Naturaleza económica y jurídica de la operación de conversión de*

tender que el obligacionista es el mutuante, que entrega el dinero, y la sociedad emisora el mutuario, que se obliga a pagar un interés y devolver el capital.

Sin embargo, por una notoria influencia de la doctrina italiana (32), tanto nuestros autores (33) como la propia legislación vigente (34) tienden actualmente a configurar la operación de emisión de obligaciones como un contrato *sui generis*, independiente y con peculiaridades propias. Se entiende con Ascarelli (35) que la causa de la obligación no reside en un desembolso a título de mutuo, hecho a la sociedad emisora, sino en la obligación que incumbe a la misma de pagar sus propias deudas según su diversa causa; la emisión de obligaciones constituye un negocio abstracto, en el que no pueden identificarse ni un mutuo ni una compraventa; la causa de la emisión será diversa en los distintos casos (mutuo, garantía, pago, etc.), aunque la más frecuente sea el mutuo y sea ese contrato al que se deba de recurrir para regular la disciplina jurídica de la emisión.

En definitiva, los títulos que se reconozcan u obligaciones que se creen por la sociedad llevan consigo un crédito dinerario a favor del tenedor frente a dicha sociedad que resulta deudora, y a quien corresponde, en definitiva, pagar la deuda contraída por esta modalidad. Con esta amplitud lo ha entendido nuestra «Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas» del 17 de julio de 1951, en su artículo 111, párrafo primero, al disponer que «la sociedad podrá emitir, en serie impresa o numerada, obligaciones u otros títulos que reconozcan o creen una deuda». Es, pues, una deuda de dinero la que, en conclusión tiene la sociedad respecto a los tenedores de sus títulos, por lo que son de aplicación las normas generales dispuestas para el cumplimiento de las obligaciones monetarias, o de pago de las deudas de dinero (art. 1.170 del Código civil), así como las normas específicas referentes a los préstamos mercantiles (art. 312 del Código de Comercio) (36).

---

*obligaciones en acciones*, en *Revista de Derecho mercantil*, 44 (1953), p. 265; VERDERA, *La emisión de títulos en la nueva ley española de sociedades anónimas*, en *Anuario di diritto comparato e studi legislativi* (1954), pp. 29 y ss.

(32) Cfr. DE ANGULO RODRÍGUEZ, *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*. Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, 1968, pp. 17 y ss.

(33) Cfr. URÍA, *La emisión de obligaciones en la nueva Ley de sociedades anónimas*, en conferencia dada en el Colegio Notarial de Barcelona el 28 de abril de 1952, publicada en *Sociedades anónimas*. Barcelona, 1953, y en *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, II (Madrid, 1953), p. 461.

(34) Artículos 113 y 117 de la Ley sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas (17 julio 1951), que configuran la operación como «contrato de emisión».

(35) ASCARELLI, *L'astrattezza nei titoli di credito*, en *Rivista del Diritto commerciale*, I (1932), pp. 418 y ss.

(36) Acerca de una interpretación del principio nominalista cfr. GARRIGUES, *Contratos bancarios*. Madrid, 1958, pp. 59 y ss.; HERNÁNDEZ-GIL, *Derecho de obligaciones*, I (Madrid, 1960), p. 341; BONET CORREA, *El dinero como bien jurídico*, en *Estudios de Derecho civil en honor del profesor Castán*, IV (Pamplona, 1969), pp. 87 y ss.

Cuando la emisión de obligaciones se ha realizado con una «opción de cambio» en cuanto al pago de sus intereses y de su amortización, no cabe duda que se hace un pacto en especies monetarias (francos, dólares, libras, marcos, etc.). Así lo ha entendido nuestro Tribunal Supremo, tanto en la Sentencia del 25 de octubre de 1895 como en la del 23 de abril de 1929. Refiriéndose la primera al «pago en distintos lugares y clases de moneda», decía que constituye un pacto lícito, aludiendo también al «número y clase de las especies monetarias, francos o pesetas, en que debe hacer el pago». Por su parte, la Sentencia de 1929 igualmente constata cómo «la obligación de devolver el capital prestado en igual especie que se recibió no se refiere a los intereses cuyo pago pudo ser pactado en especie distinta» (en francos o pesetas).

La interpretación de lo que implica la «especie pactada», en el párrafo primero del artículo 1.170 del Código civil, entendiéndola como implicativa de las monedas extranjeras, es unánime por la jurisprudencia del Tribunal Supremo hasta la actualidad (SS. 31 mayo 1954, 9 noviembre 1957, 6 abril 1963), así como por nuestra doctrina (37).

9. *La posibilidad de emisión de obligaciones con «opción de cambio» y con «opción de plaza» en la legislación vigente.*

Una última cuestión, que actualmente no puede menos dejar de plantearse, es la de la posibilidad que tienen las sociedades anónimas españolas de emitir obligaciones con «opción de cambio» y con «opción de plaza» en conformidad con el régimen positivo vigente.

Dado que la emisión de obligaciones con opción de cambio y con opción de plaza implica la posibilidad de pago no sólo en moneda nacional, sino también en una moneda extranjera, o en varias, con relación a estas últimas se plantean, fundamentalmente, dos problemas: uno de carácter general, derivado de las disposiciones concernientes al control de cambios y a las que regulan las inversiones de capital extranjero en empresas españolas y, otro, de carácter específico, en cuanto a lo dispuesto por la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas acerca de que los títulos deberán contener el importe de la emisión en moneda española.

En cuanto a lo dispuesto por las normas de control de cambios, una sociedad anónima que pretenda recurrir al crédito nacional y ex-

(37) Cfr. GARRIGUES, *El dinero como objeto de la actividad bancaria*, en *Revista de Derecho mercantil*, 67 (1958), pp. 7 y ss., y *Contratos bancarios*, cit. pp. 69 y ss.; HERNÁNDEZ-GIL, *Derecho de obligaciones*, cit. pp. 171 y ss.; BONET CORREA, *Los fletes pactados en moneda extranjera*, en *Revista de Derecho mercantil*, 79 (1961), p. 147; PECOURT GARCÍA, *El cumplimiento de las obligaciones pactadas en moneda extranjera y el control de cambios*, en *Revista Española de Derecho Internacional*, XVII-4 (1964), p. 599; RODRÍGUEZ SASTRE, *Las obligaciones en moneda extranjera. La doctrina de «clean hands»*. Madrid, 1968, p. 83. En contra, con una interpretación restringida en cuanto a la «especie pactada», con el solo alcance a las piezas metálicas nacionales, cfr. DÍEZ PICAZO, *Estudios sobre la jurisprudencia civil*, I (Madrid, 1966), p. 435.

tranjero, mediante la inclusión en su títulos obligatorios de opciones de cambio y plaza, resulta indudable que ha de contar con una autorización del Instituto Español de Moneda Extranjera y de la Dirección General de Financiación Exterior. Al venirle atribuida a este organismo la centralización de todas cuantas operaciones se realicen en divisas (Decreto del 24 noviembre 1939), específicamente se le otorga el poder para autorizar la obtención de créditos en divisas (art. 5, letra O, de dicho Decreto).

Resulta claro que cuando una sociedad anónima recurra al lanzamiento de obligaciones con opción de cambio o plaza, sus propósitos sean acudir y obtener créditos en otros países, puesto que si su emisión lo fuera únicamente de cara al mercado interior o nacional parecería claro que su objetivo era tan sólo utilizarlas como cláusulas de estabilización. Ahora bien, en una política de control de cambios, en la que el ahorro de divisas y su empleo está seleccionado para pagos sustanciales, siempre resultaría problemático que se obtuviera una autorización previa y posterior para la obtención de divisas y para sus pagos, aunque en último término resultasen un índice de valor para su conversión a pesetas. De aquí que a partir de la imposición del régimen de control de cambios esta modalidad de cláusulas de opción de cambio y plaza no se haya usado en España.

Ahora bien, una vez que nuestro régimen de control de cambios se ha ido haciendo más flexible y que nuestras sociedades anónimas tienen un progresivo interés en acudir al ahorro internacional, la emisión de obligaciones con opción de cambio y plaza puede volver a ser un estímulo para los suscriptores de otros países. La propia legislación de control prevé de un modo general que se pueda acudir al crédito extranjero, mientras que en la mercantil, y especialmente en la del régimen jurídico de las sociedades anónimas, aparece totalmente desdibujada e ignorada. El supuesto concreto de una sociedad anónima española, cuyo capital y componentes sean puramente españoles, parece haberse escapado al legislador español en su problemática y casuística que pudieran ser establecidas cláusulas con opción de cambio y con opción de plaza en el caso de que lanzase sus obligaciones y pretendiera conceder por esta modalidad un incentivo para el ahorro internacional.

En cambio, la previsión parece considerada en la legislación referente a las empresas españolas que cuenten con participación de capital extranjero. El Decreto del 24 de diciembre de 1959, artículo 2.º, toma en cuenta que «las empresas españolas con participación de capital extranjero podrán recurrir al crédito nacional y extranjero a medio y a largo plazo, mediante emisión o no de obligaciones». Lo que no se dice es si tales emisiones podrán ser hechas con opciones de cambio y plazo. El legislador parece tan sólo preocupado por la cuestión de límites a establecer para la utilización del ahorro español por aquellas sociedades que si bien, formalmente, son españolas, sustancialmente pueden estar dominadas por intereses extranjeros a tra-

vés de su participación inicial o posterior. De aquí que el citado Decreto del 24 de diciembre de 1959 (art. 2.º) distingue si la participación extranjera en la empresa española no excede del 25 por 100, en cuyo caso podrá recurrir al crédito nacional sin limitación alguna, o, que exceda de dicho tanto por ciento, en cuyo caso la empresa tan sólo podrá concertar créditos en el interior hasta el 50 por 100 de su capital. «La utilización del crédito nacional en porcentaje superior —concluirá el citado artículo 2.º— podrá ser condicionada por los Ministerios de Hacienda y Comercio a la simultánea obtención de créditos en el extranjero».

A pesar de que nada se prevé acerca de las opciones de cambio y plaza, si es patente la posibilidad de que una sociedad anónima española —con o sin participación de capital extranjero— pueda «recurrir al crédito extranjero», es decir, a que sus títulos obligatorios se suscriban en el extranjero. Es lógico, y equitativo, que la sociedad pueda conceder paccionadamente ciertos atractivos y comodidades para el suscriptor, como son las opciones, máxime si estas son de carácter conmutativo.

En definitiva, si todo ha de depender de una autorización del Instituto Español de Moneda Extranjera, ello quiere decir que, en principio, tales opciones son lícitas y valederas legalmente. Efectivamente, la Orden del 16 de septiembre de 1960 establece los impuestos sobre sociedades que emitan y negocien valores cuyas bases impositivas lo sean en moneda extranjera, lo cual viene a resultar una previsión implícita del caso de obligaciones con opción de cambio y con opción de plaza; lo mismo se deduce del Decreto-Ley del 19 de octubre de 1961, al regular las bonificaciones tributarias sobre los empréstitos en empresas españolas y para los préstamos procedentes del extranjero.

El segundo problema que pudiera plantearse se deriva del régimen específico adoptado por la Ley de Sociedades Anónimas, en cuanto se dispone preceptivamente que el importe de la emisión ha de ser expresado en moneda española (art. 112, núm. 4). A mi juicio, tal forma no tiene un carácter limitativo, sino simplemente necesario. Es imprescindible que el importe de la emisión venga expresado en moneda española, si bien no excluya que, cumplido tal requisito, además se mencione su equivalente en otras monedas extranjeras, así como tampoco restringe expresamente el lugar o lugares donde la sociedad haya de pagar, bastando que constate cuál ha de ser (art. 112, núm. 2), por lo que bien puede ser, además del de su domicilio, el de otra plaza extranjera.

Ahora bien, la necesidad de que el importe de la emisión obligatoria sea expresado en pesetas no obedece más que a una preocupación de ulteriores consecuencias ejecutivas frente a los acreedores (fusión, liquidación, extinción, concurso o quiebra de la sociedad), al igual que ocurre con la garantía hipotecaria (38), a fin de que dichos

---

(38) Artículo 219 del Reglamento Hipotecario. La Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado, del 15 de febrero de 1926, tam-

acreedores cuenten con la fijeza nominal del patrimonio del deudor. Es claro que el legislador, al exigir la necesidad de una expresión del importe de la emisión en moneda española, no ha excluido la adición del equivalente de dicho importe en otras monedas que no sean aquella. El carácter dispositivo de la norma lo es respecto a la necesidad de un aspecto concreto, en cuanto al importe o total de la emisión, que debe ser en «moneda española», pero no en cuanto a las demás posibilidades o «ventajas» (art. 130 de la Ley de Sociedades Anónimas) del contenido de la emisión obligatoria como sería la de que pueda ser conjuntamente establecida una paridad de cotización en moneda extranjera cuando —al igual que para el capital acciones (art. 31 Ley Sociedades Anónimas)—, por lo demás, pueda tratarse de un elemento en función de la finalidad internacional de la empresa.

No se debe de olvidar que el margen dejado a la autonomía de la voluntad de las partes por la propia Ley del Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas tiene cierta amplitud tanto por lo que a las condiciones de cada emisión se refiere, cuando no hayan sido reguladas por la ley, sometiéndose a las cláusulas contenidas en los estatutos sociales (art. 112 Ley Sociedades Anónimas), como a que «las disposiciones de este capítulo se entienden sin perjuicio de lo establecido en las leyes que hayan autorizado una emisión» (art. 132 Ley Sociedades Anónimas).

Evidentemente, la Ley no ha tratado explícitamente el caso de la emisión de obligaciones en moneda extranjera, concretando tan sólo el requisito necesario de que el importe de la emisión lo sea en moneda española, por lo que no puede considerarse exclusivo, ni excluyente, si además de haberse cumplido ese requisito se establece una equivalencia o paridad nominal en otras monedas extranjeras, pues, entenderlo de otra manera, se llegaría a la absurda interpretación de que nuestro sistema económico y financiero quedaría al margen de las relaciones internacionales y nuestras sociedades anónimas obligadas a un paso de andadura local.

A mi juicio, no cabe dudar de la licitud y eficacia de las cláusulas contenidas en los estatutos sociales o en las escrituras de emisión que prevean títulos emitidos en monedas extranjeras en paridad con la moneda nacional, o que una ley lo autorice así expresamente.

Otra faceta aún podría presentar motivos de duda, concretamente, en cuanto a la referencia legislativa que hacen los números 5 del artículo 112 y 3 del artículo 116 de la Ley de Sociedades Anónimas respecto al «valor nominal» del título y la imposición de una determinada relación entre el capital social y las obligaciones emitidas, ya que el importe total de las emisiones no puede ser superior al capital social desembolsado (art. 111, párrafo primero).

---

bién manifestó que «las obligaciones aseguradas con hipoteca pueden tener por objeto las más variadas prestaciones o referirse a las más desconocidas divisas..., pero siempre con la condición de que se determine el máximo de responsabilidad hipotecaria en moneda que tenga curso legal en el Reino», cfr. en *Revista de derecho privado*, XIII (1926), p. 267.

Este mismo condicionamiento es previsto por el Derecho positivo italiano (art. 2.410 del Código civil), al que Sena (39) hace referencia y llega a una conclusión negativa en cuanto a sus términos generales, si bien encuentre algunas «brechas» o excepciones, como serían las referentes a los intereses que no necesitan lo sean en moneda italiana, o aquellos casos que exigen una financiación internacional donde, por lo demás, a su juicio (40), el artículo 2.410 del Código civil pierde todo significado frente a la práctica diaria italiana en la que diversas leyes especiales autorizan esta modalidad de emisiones en moneda extranjera.

En el terreno doctrinal, un gran sector interpreta la norma del artículo 2.410, refiriéndose al «precio de emisión» de las obligaciones, o sea, la valoración de la relación capital social y obligaciones emitidas hecha en el momento de la emisión (41), puesto que la cuantía de las obligaciones que pueden ser emitidas en moneda italiana o su paridad en moneda extranjera son valoradas según la relación que guarden con el capital social en el momento de la emisión. Recientemente, vuelven sobre el tema Mignoli (42) y Ferrara (43) para recordar cómo en caso de quiebra de la sociedad las obligaciones se valoran según su precio nominal.

Creo que los argumentos dados por la doctrina italiana, en cuanto a la relación necesaria que debe existir entre capital social y obligaciones emitidas, son válidos para la interpretación de nuestros preceptos positivos, si bien me inclino más por la solución amplia y generosa, según la cual dicha relación no se vulnera si se atiende al momento de la emisión.

En el supuesto de una emisión de obligaciones con opción de cambio y con opción de plaza donde se fija el importe de la emisión y sus títulos en moneda española (arts. 112 y 116 Ley de Sociedades Anónimas), estableciéndose, además, su equivalencia o paridad en otras monedas extranjeras, no sólo se cumple lo preceptuado en la Ley, sino que también se amplían las posibilidades de negociación en el mercado de capitales, puesto que en los casos en que se llegue a un procedimiento ejecutivo es a dicha paridad o valor nominal inicial del importe de la emisión al que se recurre sin que trasciendan los valores

---

(39) SENA, *Obbligazioni di società e nuove forme di finanziamento internazionale (Cenni sulle obbligazioni in moneta estera, in unità di conto europee e sulle obbligazioni indixées)*, en *Rivista del Diritto commerciale*, LXIII-3/4 (1965), páginas 139 y ss.

(40) SENA, op. cit., p. 146.

(41) Cfr. HEINITZ, *Ancora in tema di prestito obbligazionario pagabile in diverse valute*, en *Il Foro italiano*, I (1938), p. 395; ANDRIOLI, *Considerazioni di diritto privato sul R. D. L. 27 febbraio 1939, n. 337 che dichiara invalide le clausole monetarie inserite nei prestiti obbligazionari di società italiane*, en *Il Foro italiano*, IV (1939), p. 137; PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*. Milano, 1964, p. 89.

(42) MIGNOLI, *Il capitale versato ed esistente come limite alla emissione di obbligazioni*, en *Rivista di diritto civile*, II (1961), pp. 503 y 516.

(43) FERRARA, *Il fallimento*. Milano, 1959, pp. 242 y 243.

adquiridos por alteraciones monetarias (tanto de la moneda nacional como extranjera).

Hay que concluir, pues, que las sociedades anónimas españolas están en disposición de poder emitir, como antaño, obligaciones con opción de cambio y con opción de plaza, siempre que quede establecida la equivalencia o paridad del importe de la emisión de las monedas extranjeras que intervengan en moneda española.

Las razones por las que las sociedades anónimas españolas no han acudido en estos últimos años a esta modalidad para la obtención de ahorro en otros países quedan bien patentes por el sistema de control de cambios y, sobre todo, por el persistente y agudo mal de depreciación de nuestra peseta, que si bien es favorable para los empresarios-deudores cuando lo son únicamente de moneda nacional, no así cuando lo sean de divisas, y mucho más si éstas son «fuertes», únicas dispuestas a emigrar de sus propios ámbitos.

