

Nota de Actualidad

Mayo 2015

BROSETA



LEY 5/2015, DE 27 DE ABRIL DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

NOVEDADES RELEVANTES EN EL MERCADO DE CAPITALES

Madrid ■ Valencia ■ Zurich

www.broseta.com | info@broseta.com

CONTENIDO

1. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS	2
1.1. Regulación unitaria de la titulización hipotecaria y no hipotecaria	2
1.2. Las nuevas competencias de la CNMV en materia de titulización	2
1.3. Organización del fondo por compartimentos	3
1.4. El activo del fondo de titulización	3
1.5. El pasivo del fondo de titulización.....	3
1.6. Los fondos de gestión activa	4
1.7. Las sociedades gestoras de fondos de titulización	4
1.8. Reglas de transparencia	5
1.9. Reglas de extinción del fondo	5
1.10. La junta de acreedores.....	6
2. EMISIÓN DE OBLIGACIONES	6
2.1. Emisión de obligaciones por sociedades de responsabilidad limitada	6
2.2. Límite máximo de emisión	6
2.3. Competencia para acordar la emisión	6
2.4. Simplificación de formalidades	7
2.5. Régimen de prelación.....	7
2.6. Emisión de obligaciones en el extranjero	7
2.7. Sindicato de obligacionistas, comisario y asamblea	8
2.8. Emisiones admitidas a negociación.....	9
2.9. Emisión de obligaciones por sociedades distintas de las de capital, asociaciones y otras personas jurídicas	9
3. NOVEDADES APLICABLES AL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)	9
3.1. Objetivo general.....	9
3.2. Otros aspectos.....	10

La nueva Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (en adelante, “LFFE”) contiene varias novedades legislativas que tienen como objetivo fundamental hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las pymes y avanzar en el desarrollo de medios alternativos a la financiación bancaria.

En el ámbito del mercado de capitales, interesa destacar tres novedades: por una parte, la reforma del régimen de las titulizaciones, que pasan a tener una regulación unitaria en el Título III de la LFFE; por otra parte, la reforma del régimen de emisión de obligaciones con el anunciado objetivo de facilitar el acceso al mercado de capitales; y, por último, las modificaciones relativas a los sistemas multilaterales de negociación.

1. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

1.1. Regulación unitaria de la titulización hipotecaria y no hipotecaria

La regulación vigente hasta ahora sobre titulización venía marcada, por razón del origen de la introducción de esta figura en nuestro ordenamiento, por su carácter dual: por un lado, la regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria, regulados en la Ley 19/1992, de 7 de julio, de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria, y por otro lado, la regulación de los Fondos de Titulización de Activos, regulados en el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo.

La LFFE acaba con dicha situación y establece una regulación unitaria para los Fondos de Titulización, eliminando consecuentemente el concepto y la terminología de Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos de Titulización de Activos.

1.2. Las nuevas competencias de la CNMV en materia de titulización

La LFFE concentra en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) las competencias relativas a la constitución y supervisión de los Fondos de Titulización, algunas de las cuales estaban anteriormente residenciadas en el Ministerio de Economía. En ese sentido cabe destacar las siguientes novedades:

- a) la autorización de la constitución de sociedades gestoras de fondos de titulización corresponderá a la CNMV (en lugar de al Ministro de Economía y Hacienda, como hasta ahora), y en caso de falta de resolución expresa en el plazo establecido, se entenderá otorgada la autorización (a diferencia del régimen de silencio negativo actual);
- b) las categorías de créditos futuros susceptibles de titulización serán aprobadas por circular de CNMV (en lugar de por Orden del Ministro de Economía y Hacienda, como hasta ahora), sin perjuicio de que, mientras tanto, continuará vigente la Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros;

- c) los Fondos de Titulización deberán depositar sus cuentas anuales en la CNMV (en lugar de en el Registro Mercantil, como hasta ahora).

1.3. Organización del fondo por compartimentos

La LFFE prevé la posibilidad de configurar compartimentos independientes dentro de un mismo fondo, que agruparán conjuntos separados de activos con cargo a los cuales se emitirán valores o se concertarán operaciones de préstamo, y que podrán liquidarse de forma independiente.

Los activos de cada compartimento responderán exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones atribuidos a dicho compartimento, y aquellos que no sean atribuidos expresamente a un compartimento se distribuirán de acuerdo con las reglas establecidas en la escritura de constitución.

1.4. El activo del fondo de titulización

Se prevé que el Fondo de Titulización pueda adquirir sus activos por cualquier medio, incluida la suscripción en mercados primarios. A su vez, desaparecen las referencias a que la cesión al fondo se realice de forma plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento.

Se elimina la referencia a que los activos tengan naturaleza homogénea, lo que resulta coherente con la posibilidad de establecer compartimentos independientes dentro de un mismo Fondo de Titulización.

En los fondos cerrados, se permite que la escritura de constitución prevea un plazo máximo de cuatro meses durante el cual *“se podrán incorporar activos y pasivos hasta un volumen máximo”*.

Se elimina la prohibición de que el cedente no pueda conceder garantías ni asegurar el buen fin de la operación.

1.5. El pasivo del fondo de titulización

De acuerdo con la LFFE, el pasivo del Fondo de Titulización estará integrado por *“los valores de renta fija que emitan y los créditos concedidos por cualquier tercero”*.

Las principales novedades son las siguientes:

- a) se elimina la previsión aplicable a los Fondos de Titulización de Activos de que al menos el 50 por ciento del pasivo del fondo esté constituido por valores de renta fija, salvo que existan razones justificadas;
- b) se elimina la previsión de que los préstamos al fondo sean concedidos por entidades de crédito, abriendo la posibilidad de que dichos créditos sean otorgados por cualquier tercero;

- c) se elimina la exigencia aplicable a los valores emitidos por los Fondos de Titulización de Activos de que los valores emitidos por el fondo sean admitidos a negociación en un mercado oficial (salvo con las excepciones relativas a inversores institucionales) y que obtengan un rating emitido por una entidad calificadoradora reconocida por la CNMV;
- d) desaparece la referencia a las “aportaciones de inversores institucionales” a quienes corresponde el derecho al remanente que se produzca tras la liquidación del fondo;
- e) se añade la previsión de que los fondos podrán conceder garantías a favor de otros pasivos emitidos por terceros.

1.6. Los fondos de gestión activa

Se regulan expresamente los Fondos de Titulización de “gestión activa”, dentro de la categoría de fondos abiertos.

La constitución de dichos fondos exige que la propia escritura de constitución establezca la política de gestión activa que llevará a cabo el fondo, y que le permitirá la “*modificación de los elementos patrimoniales del activo*” con el fin de maximizar la rentabilidad del fondo y/o la calidad de sus activos, gestionando adecuadamente el riesgo asumido. Dichas políticas de gestión activa exceden la mera sustitución de activos amortizados o liquidados propia de los fondos abiertos, por lo que se da cobertura expresa a la constitución de fondos de titulización que permitan una gestión más sofisticada de los riesgos.

Dada la especial involucración que la sociedad gestora deberá asumir en la implementación de dicha gestión activa, la LFFE exige que aquélla disponga de un comité especial para supervisar el ejercicio de dicha actividad y que sus sistemas de remuneración no generen incentivos a una gestión contraria a los objetivos de dichas políticas.

1.7. Las sociedades gestoras de fondos de titulización

En su ánimo de establecer un solo cuerpo normativo regulador de la titulización, la LFFE, al regular el objeto de las sociedades gestoras de fondos de titulización, incluye expresamente la gestión de los fondos de activos bancarios, que puede constituir SAREB en relación con los activos procedentes de la reestructuración bancaria.

Además, la LFFE permite a las sociedades gestoras constituir, administrar y representar fondos y vehículos de propósito especial análogos a los fondos de titulización, constituidos en el extranjero. De esta manera, aunque el sistema español no permite instrumentar operaciones de titulización a través de vehículos distintos de los fondos de titulización, se permite que las sociedades gestoras puedan constituir, administrar y representar estos vehículos de propósito especial que cumplan funciones similares si la norma aplicable a las mismas permite su constitución.

Se aumenta la exigencia de recursos propios totales y capital social de las sociedades gestoras mediante el establecimiento de un mínimo de 1 millón de euros, que se va

incrementado hasta en 5 millones de euros a medida que aumenta el volumen de activos gestionados.

Por último, cabe destacar el nuevo régimen supervisor y sancionador aplicable no sólo a las sociedades gestoras y los fondos de titulización sino también a las entidades cedentes, a las entidades emisoras de activos para su incorporación a los fondos de titulización (por ejemplo, participaciones hipotecarias), y a las entidades administradoras de los activos cedidos a los fondos.

La LFFE establece un amplio catálogo de infracciones muy graves, graves y leves, remitiendo su régimen sancionador a lo previsto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. No obstante, además, la CNMV podrá imponer multas coercitivas de hasta 12.000 euros al día para obligar al cumplimiento de medidas cautelares o al cumplimiento del deber de colaboración.

1.8. Reglas de transparencia

Las sociedades gestoras deberán mantener publicado en su web la escritura de constitución, el folleto de emisión y los informes anuales y trimestrales de cada uno de los fondos de titulización que gestionen.

Se regula detalladamente el contenido del informe anual y trimestral, remitiéndose a la CNMV para determinar las condiciones de elaboración y publicación de los mismos.

Asimismo, en los casos en que el fondo hubiese emitido valores que hubiesen sido admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, la sociedad gestora estará sometida a la publicación como hecho relevante de las circunstancias que puedan influir de manera sensible en los valores emitidos y en los elementos que configuran su activo.

1.9. Reglas de extinción del fondo

La LFFE ha eliminado las causas de extinción del fondo (reguladas en sede de fondos de titulización de activos) que requerían una apreciación subjetiva de la sociedad gestora sobre la concurrencia de las mismas, y en concreto, (i) cuando a juicio de la sociedad gestora, concurren circunstancias excepcionales que hagan imposible, o de extrema dificultad, el mantenimiento del equilibrio financiero del fondo; (ii) cuando se produzca un impago indicativo de un desequilibrio grave y permanente en relación con alguno de los valores emitidos o con algún crédito no subordinado o se prevea que se va a producir. También se elimina como causa de extinción cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendiente de amortización sea inferior al 10 por ciento del importe inicial. Por el contrario, la LFFE opta por un catálogo básico de causas de extinción del fondo (amortización o cancelación íntegra del activo o del pasivo, sustitución forzosa de la sociedad gestora, y decisión de la junta de acreedores por mayoría reforzada), dejando libertad a la sociedad gestora para que en la escritura de constitución establezca las causas de extinción que considere oportunas.

Por ello, todos los supuestos de extinción distintos de los supuestos legales deberán incluirse en la escritura de constitución.

1.10. La junta de acreedores

Es también una novedad que la LFFE establece que la escritura de constitución podrá prever la creación de una “junta de acreedores” que podrá acordar lo necesario en la mejor defensa de los legítimos intereses de los acreedores del fondo de titulización. Teniendo en cuenta que tales acreedores podrán serlo tanto los suscriptores de los bonos de titulización como otros acreedores financieros, y la ambigüedad de la norma sobre las competencias de dicha junta de acreedores, resultará de gran interés cómo se configura esta figura en la práctica y cómo se relaciona con el sindicato de obligacionistas y los demás acreedores financieros del fondo. Dicha junta se regirá por las reglas que se prevean en la escritura de constitución y, supletoriamente, por las disposiciones relativas al sindicato de obligacionistas.

2. EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Una de las finalidades de la LFFE es facilitar el acceso al mercado de capitales a través de emisiones de obligaciones, para lo que ha introducido algunas reformas en el régimen jurídico aplicable a las emisiones. A pesar de que la reforma no ha sido de tanto calado como abogaban algunos sectores doctrinales, que venían reclamando una regulación propia y al margen de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), se han introducido modificaciones que en buena medida flexibilizan y amplían las posibilidades de emisión de obligaciones, que repasamos a continuación.

2.1. Emisión de obligaciones por sociedades de responsabilidad limitada

En primer lugar, mediante la reforma del artículo 401 de la LSC, se permite que cualquier sociedad de capital pueda emitir y garantizar obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda. Se amplía de esta forma a las sociedades de responsabilidad limitada esta posibilidad que hasta ahora estaba limitada a sociedades anónimas y comanditarias por acciones.

Como contrapeso, se han introducido dos limitaciones a las emisiones que puedan acordar las sociedades limitadas: (i) se prohíbe la posibilidad de emitir obligaciones convertibles en participaciones sociales y (ii) se limita el importe total de las emisiones al doble de sus recursos propios, salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de entidad de crédito.

2.2. Límite máximo de emisión

La LFFE ha eliminado también el límite que se establecía para las emisiones no garantizadas de emisiones de obligaciones por parte de las sociedades anónimas y comanditarias por acciones. No obstante, cabe recordar en este punto que sí se ha introducido un límite para las sociedades de responsabilidad limitada.

2.3. Competencia para acordar la emisión

Hasta la entrada en vigor de la LFFE, la competencia para acordar la emisión de obligaciones se atribuía a la Junta General, que además debía adoptar el acuerdo con el

quórum reforzado previsto en el artículo 194 de la LSC y con la mayoría indicada en el artículo 201.2 de la LSC.

La LFFE atribuye ahora la competencia para acordar la emisión de obligaciones y su admisión a negociación al órgano de administración, si bien los estatutos sociales pueden atribuir la competencia a la Junta General. Dado que el artículo 194 de la LSC, que recoge las materias que requieren de quórum reforzado, no se ha reformado en este punto y sigue incluyendo en su elenco la emisión de obligaciones, en caso de que los estatutos sociales atribuyan la competencia a la Junta General, el acuerdo de emisión tendrá que cumplir con el quórum del artículo 194 y las mayorías del 201.

Por su parte, la competencia para acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones u obligaciones que atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales pertenece a la Junta General.

2.4. Simplificación de formalidades

Con el anunciado objetivo de simplificar el acceso al mercado de capitales, la LFFE simplifica algunos de los requisitos aplicables a las emisiones. El más destacado es la supresión del anuncio de emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, que se lleva a efecto mediante la derogación del artículo 408 de la LSC. Por el contrario, la nueva redacción del artículo 407 de la LSC amplía el listado de las menciones que deben constar en la escritura de emisión.

2.5. Régimen de prelación

Se ha eliminado también el régimen de prelación entre emisiones que establecía el artículo 401 de la LSC en su apartado primero. Si hasta ahora las primeras emisiones gozaban de prelación frente a las posteriores respecto al patrimonio libre de la sociedad emisora, ahora todas gozan de igual prelación entre sí.

En sede concursal, la prelación entre los derechos de los obligacionistas y los demás acreedores se regirá por la propia legislación concursal, como ya venía recogiendo el artículo 401 de la LSC en su apartado segundo, que ha sido también suprimido.

2.6. Emisión de obligaciones en el extranjero

Otra novedad relevante se introduce mediante la reforma del artículo 405 de la LSC, que tiene como determinar la ley que resulta de aplicación a las emisiones de obligaciones realizadas en el extranjero por una sociedad española. Dichas reglas son las siguientes:

- (i) Los emisores quedan sujetos a la ley española respecto a la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión.
- (ii) La ley a la que se someta la emisión, sin embargo, regirá los derechos de los obligacionistas frente al emisor, sus formas de organización colectiva y el régimen del reembolso y amortización.

- (iii) Tratándose de emisiones de obligaciones convertibles, el contenido del derecho de conversión se regirá por la ley extranjera, pero dentro de los límites establecidos por la sociedad española como ley rectora de la sociedad.
- (iv) Por último, corresponde a la ley española la determinación del valor al que se puedan emitir las obligaciones, los límites a la conversión y el régimen aplicable a la exclusión del derecho de suscripción preferente.

2.7. Sindicato de obligacionistas, comisario y asamblea

En relación con el sindicato de obligacionistas, se restringe la obligación de su constitución a los supuestos que prevea la legislación especial aplicable a las emisiones de obligaciones. En este sentido, el artículo 30. quáter de la Ley del Mercado de Valores, que también ha sido reformado por la LFFE, señala que será obligatorio constituir el sindicato cuando la emisión se rija por el ordenamiento jurídico español o por el de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea o de la OCDE y la oferta pública de suscripción tenga lugar en territorio español o su admisión a negociación se produzca en un mercado secundario oficial español o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.

Respecto al comisario, debe ser nombrado por el emisor y, a partir de la entrada en vigor de la LFFE, se elimina la obligación del comisario de convocar a la asamblea general de obligacionistas para que apruebe o censure su gestión y le confirme en el cargo o designe a un sustituto. Es también la propia sociedad emisora la que fija la retribución del comisario atendiendo al importe de la emisión, teniendo en cuenta en todo caso que se mantiene la limitación de los gastos de sostenimiento del sindicato establecida en el artículo 420 de la LSC.

Del mismo modo, con el objetivo de profesionalizar esta figura, se establece expresamente que el comisario debe ser una persona con experiencia en materias económicas y jurídicas. Se incide asimismo en el régimen de responsabilidad en que puede incurrir el comisario por los daños causados a los obligacionistas o al propio emisor por actuar sin la diligencia debida.

Por último, en relación con la asamblea de obligacionistas, se flexibiliza su forma de convocatoria, al permitir que las reglas de convocatoria se regulen en el reglamento del sindicato de obligacionistas. Del mismo modo, se contempla expresamente el derecho de los obligacionistas de asistir a la asamblea representados por otros obligacionistas. La principal modificación se produce, sin embargo, en el régimen de mayorías para la adopción de acuerdos. Si hasta ahora se requería la mayoría absoluta con asistencia de dos terceras partes de las obligaciones en circulación, la LFFE mantiene esa mayoría pero con independencia de la asistencia, excepto para determinadas materias como modificaciones de plazo o condiciones de reembolso, conversión o canje, que necesitarán una mayoría reforzada de dos tercios de las obligaciones en circulación.

2.8. Emisiones admitidas a negociación

La LFFE ha reformado también el artículo 30.ter de la Ley del Mercado de Valores, que establece que las emisiones que supongan una oferta pública o que vayan a ser admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación no requerirán del otorgamiento de escritura pública.

2.9. Emisión de obligaciones por sociedades distintas de las de capital, asociaciones y otras personas jurídicas

Por último, la LFFE deroga la Ley 211/1964, que regulaba las emisiones de obligaciones realizadas por sociedades distintas de las de capital, asociaciones y otras personas jurídicas. La LFFE incluye una única disposición aplicable a estas emisiones, que consiste en el límite máximo de emisión, que para emisiones no garantizadas no podrá ser superior al capital desembolsado para sociedades distintas de capital o la cifra de valoración de sus bienes para asociaciones u otras personas jurídicas (norma que ya contemplaba la Ley 211/1964). Para todas las demás cuestiones del régimen jurídico de estas emisiones se introduce una remisión a la LSC.

No obstante, transitoriamente continuará aplicándose la Ley 211/1964 a las emisiones que se encuentren en circulación en el momento de aplicación de la LFFE, hasta su extinción.

3. NOVEDADES APLICABLES AL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)

3.1. Objetivo general

La Exposición de Motivos de la LFFE señala que, en esta materia, sus objetivos son dos: facilitar el tránsito de las sociedades que coticen en un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), como pueda ser el Mercado Alternativo Bursátil, al mercado secundario oficial; y limitar la participación en SMNs a empresas con capitalización inferior a 500 millones de euros, obligándolas a pasar a mercados oficiales en este caso.

A tal fin, durante dos años desde la entrada en vigor, las sociedades que pasen de un SMN a un mercado secundario oficial estarán exentas de presentar determinada información (el segundo informe semestral y la información intermedia). No obstante, deberán advertir de esta circunstancia en el folleto.

Por otro lado, si la capitalización de acciones negociadas exclusivamente en un SMN supera los quinientos millones de euros durante un periodo continuado superior a seis meses, la entidad emisora deberá solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado en el plazo de nueve meses. Para las que ya están cotizando en un SMN, este plazo de seis meses se cuenta desde la entrada en vigor de la norma (según la Disposición Transitoria Novena de la LFFE).

3.2. Otros aspectos

Adicionalmente, se equiparan los SMNs a los mercados secundarios a los efectos de eximir de determinadas obligaciones a las emisiones de obligaciones o valores que reconozcan deuda y que vayan a ser negociados; así como en determinados aspectos relativos al régimen del sindicato de obligacionistas.

También se modifica el artículo 120 de la Ley del Mercado de Valores para introducir diversos ajustes en el régimen de entidades rectoras y reglamentos de funcionamiento de SMNs (nuevas materias a incorporar al reglamento de funcionamiento, obligaciones de informar a CNMV, etc.), con el objetivo de que este tipo de mercados ofrezca mayor transparencia y protección a los inversores.



EQUIPO FINANCIERO

Principales contactos



Antonio J. Navarro | Socio
Director Área Bancaria y Financiera
ajnavarro@broseta.com



Alejandro Ríos | Socio
Área Bancaria y Financiera
arios@broseta.com



Julio Veloso | Socio
Área Bancaria y Financiera
jveloso@broseta.com

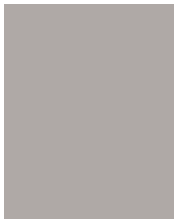


Miguel Navarro | Abogado
Área Bancaria y Financiera
mnavarro@broseta.com



Carlos Ochoa | Abogado
Área Bancaria y Financiera
cochoa@broseta.com

BROSETA



Madrid

Fernando El Santo, 15. 28010
Tel. +34 914 323 144

Valencia

Pascual y Genís, 5. 46002
Tel. +34 963 921 006

Zúrich

Am Schanzengraben, 23. CH-8022
Tel. +41 799 677 786

www.broseta.com | info@broseta.com