

Nuevo régimen de emisión de obligaciones

El 28 de abril de 2015 se ha publicado en el BOE la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (la "**LFFE**"). La LFFE articula un conjunto de medidas con una doble finalidad. Por un lado, pretende hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las pymes, potenciando la recuperación del crédito bancario. Y por otro, pretende avanzar en el desarrollo de medios alternativos de financiación, sentando las bases regulatorias necesarias para fortalecer las fuentes de financiación corporativa directa o financiación no bancaria en España.

Así, la LFFE ha introducido una profunda reforma en el régimen legal de emisión de obligaciones mediante varias modificaciones del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (la "**LSC**"), de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas (la "**Ley de Cooperativas**") y de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ("**LMV**"), para adecuar dicho régimen a la práctica y a las pautas de funcionamiento del mercado de capitales y, de esta manera, facilitar el acceso de las empresas españolas a los mercados de deuda.

Las principales novedades introducidas por la LFFE en relación con el régimen de las obligaciones son las siguientes:

1. Eliminación del límite máximo de emisión

Se elimina el límite general de emisión por el que las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones no podían emitir obligaciones más allá de sus recursos propios, límite que ya estaba exceptuado en numerosos supuestos (sociedades cotizadas, emisiones sujetas a la Ley 10/2014, emisiones destinadas a inversores cualificados, etc.).

2. Eliminación de la prohibición de emisión por las sociedades de responsabilidad limitada ("**SLS**")

Se suprime la prohibición a las SLs de emitir obligaciones, si bien se introducen distintas restricciones en relación con el régimen de emisión de las sociedades anónimas. En concreto, se fija como límite de emisión de las SLs el 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.

En el caso de que la emisión esté garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca, el límite y las demás condiciones del aval quedarán determinados por la

capacidad de garantía de la sociedad en el momento de prestarlo, de acuerdo con su normativa específica.

Asimismo las SLs no podrán emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales.

3. Exigencia de comisario y de sindicato de obligacionistas solo en determinados supuestos

La constitución del sindicato de obligacionistas y la designación del comisario únicamente serán necesarias en los supuestos que prevea la legislación especial aplicable a las emisiones de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda.

En este sentido, conforme al nuevo artículo 30 quáter LMV las sociedades emisoras solo estarán obligadas a constituir el sindicato de obligacionistas y designar a un comisario en una emisión de obligaciones cuando se cumplan las dos condiciones siguientes:

- (a) que los términos y condiciones de las obligaciones estén regidos por el ordenamiento jurídico español o el de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea ni perteneciente a la OCDE; y
- (b) que tenga lugar una oferta pública de suscripción de las obligaciones en territorio español o se admitan a negociación en un mercado regulado español o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.

En los demás casos, será la ley a la que se haya sometido la emisión la que determine la forma de organización colectiva de los obligacionistas.

De conformidad con lo anterior, las emisiones que se rijan por Derecho inglés o Derecho de Nueva York no requerirán a partir de ahora la constitución del sindicato de obligacionistas ni la designación de un comisario.

4. Emisión de obligaciones en el extranjero por sociedades españolas

El nuevo artículo 405 de la LSC reconoce expresamente que las sociedades españolas podrán emitir obligaciones u otros títulos de deuda en el extranjero, aunque no precisa qué deba entenderse por "emitir en el extranjero". Serán dos los ordenamientos jurídicos a tener en cuenta en relación con dichas emisiones:

- (a) la ley española, que será la que determine la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión; y
- (b) la ley a la que se haya sometido la emisión, que será la que rijan los derechos de los obligacionistas frente al emisor, sus formas de organización colectiva y el régimen de reembolso y amortización de las obligaciones.

La posibilidad de emitir en el extranjero también se reconoce en relación con las obligaciones convertibles, en cuyo caso:

- (a) la ley española será la que determine el valor de emisión de las obligaciones, los límites a la conversión así como el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente; y
- (b) la ley extranjera regirá el contenido del derecho de conversión, si bien dentro de los límites establecidos por la ley española como ley rectora de la sociedad.

Principales novedades

- Se elimina el límite máximo de emisión para sociedades anónimas y sociedades comanditarias por acciones
- Se elimina la prohibición de emitir por sociedades de responsabilidad limitada, que podrán emitir con sujeción a límites
- Se exige comisario y sindicato de obligacionistas solo en determinados supuestos
- Se reconoce expresamente la posibilidad de las compañías españolas de emitir obligaciones "en el extranjero"
- La ley a la que se haya sometido la emisión será la que rijan la forma de organización colectiva de los obligacionistas
- Salvo disposición contraria en los estatutos, el órgano de administración será el competente para acordar la emisión de obligaciones simples
- Desaparece la obligación de publicar el anuncio de la emisión en el BORME
- Se mantiene el requisito de otorgar escritura, si bien desaparece la obligación de su inscripción en el Registro Mercantil con carácter previo a su puesta en circulación

5. Órgano competente para acordar la emisión

Sociedades de capital

Con el propósito de agilizar la adopción de los acuerdos de emisión y de equiparar la emisión de obligaciones con otras formas de financiación, el nuevo artículo 406 de la LSC establece que el órgano de administración de la sociedad tendrá competencia para acordar la emisión y admisión a negociación de obligaciones así como el otorgamiento de garantías, salvo disposición contraria de los estatutos.

No obstante, la junta general será competente para acordar la emisión de (i) obligaciones convertibles en acciones y (ii) obligaciones que atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales.

Por lo tanto, y salvo disposición contraria de los estatutos, ya no será necesario el acuerdo de junta general para la emisión de obligaciones simples.

Cooperativas

De manera similar a la modificación efectuada en la LSC, en el caso de las cooperativas la facultad de acordar la emisión de obligaciones y otras formas de financiación mediante emisiones de valores negociables (siempre que no se trate de títulos participativos o participaciones especiales) pasa a corresponder al Consejo Rector en lugar de a la Asamblea General, salvo disposición contraria en los estatutos sociales. Además, la emisión de obligaciones se regirá por la LSC, con las adaptaciones que resulten necesarias.

6. Formalidades

Desaparece el anuncio en el BORME

Con la derogación del artículo 408 de la LSC, desaparece la obligación de publicar el anuncio de la emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME).

Escritura de emisión, sí; Registro Mercantil, no

Permanece la exigencia general de otorgar una escritura de emisión, si bien la LSC ya no impone que dicha escritura esté inscrita con carácter previo a la puesta en circulación de las obligaciones. Se suprime, por tanto, en nuestra opinión, el requisito de inscribir la escritura de emisión en el Registro Mercantil, lo que permitirá reducir el calendario de las emisiones en aquellas que estén sujetas al requisito de otorgar dicha escritura.

Conforme a la nueva redacción del artículo 30 ter LMV, no será necesario otorgar escritura pública para aquellas emisiones de valores que reconozcan o creen deuda:

- (a) que vayan a ser objeto de admisión a cotización en un mercado regulado u objeto de una oferta pública de venta que exijan la elaboración de un folleto sujeto a aprobación y registro por parte de la CNMV; o
- (b) que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación establecido en España.

A estos efectos no tendrán la consideración de valores que reconozcan o creen deuda los valores participativos (tales como las obligaciones convertibles).

En cuanto al contenido de la escritura, cabe mencionar como principales novedades:

- (a) si el emisor tuviera obligaciones en circulación, deben hacerse constar aquellas emisiones de obligaciones que estén en circulación, con expresión del importe; y
- (b) si las obligaciones contaran con garantías personales, el garante deberá concurrir al otorgamiento de la escritura de emisión.

7. Prelación

Se deroga el artículo 410 LSC, que establecía un régimen de prelación por fechas. Se pone fin con ello al debate que este artículo había generado sobre su aplicación en sede concursal. Queda claro, por consiguiente, que en situaciones concursales se aplicarán las reglas de cobro establecidas en la Ley Concursal.

8. Modificación del régimen del comisario y del sindicato de obligacionistas

La LFFE modifica algunos aspectos relativos a la figura del comisario y al régimen del sindicato de obligacionistas, debiendo destacarse principalmente los siguientes:

- (a) Se profesionaliza la figura del comisario, al exigirse que sea una persona física o jurídica con reconocida experiencia en materias jurídicas o económicas y cuya retribución será fijada por la sociedad emisora.
- (b) Desaparece la obligación del comisario de convocar la asamblea general de obligacionistas

con el fin de aprobar o censurar su gestión, confirmarle en el cargo y establecer el reglamento interno del sindicato. Conforme al nuevo artículo 421 LSC, es el comisario el que establecerá el reglamento interno del sindicato, ajustándose en lo previsto al régimen establecido en la escritura de emisión.

- (c) Se regula la responsabilidad del comisario, que responderá frente a los obligacionistas y, en su caso, frente a la sociedad emisora de todos los daños que cause por los actos realizados en el desempeño de su cargo sin la diligencia profesional con que debe ejercerlo.
- (d) Se limita la capacidad de intervención del comisario al privársele, en todo caso, de la facultad de examinar los libros de la sociedad y de asistir, con voz y sin voto, a las reuniones del consejo de administración.
- (e) Se elimina la necesidad de convocatoria del sindicato en la forma establecida en la LSC para la junta general de accionistas cuando la asamblea haya de tratar asuntos relativos a la modificación de las condiciones u otros de trascendencia análoga. Conforme al artículo 423 LSC, la convocatoria de la asamblea general de obligacionistas se hará en la forma prevista en el reglamento del sindicato, que debe asegurar su conocimiento por los obligacionistas.
- (f) Respecto de la asistencia a la asamblea general de obligacionistas, éstos podrán asistir personalmente o hacerse representar por otro obligacionista, si bien no podrán hacerse representar por los administradores de la sociedad emisora, aunque sean obligacionistas. El comisario deberá asistir aunque no la hubiera convocado.
- (g) En relación con el derecho de voto, se establece que cada obligación conferirá al obligacionista un derecho de voto proporcional al valor nominal no amortizado de las obligaciones de que sea titular.

En cuanto al régimen de adopción de acuerdos, se establece que los acuerdos se adoptarán como regla por mayoría absoluta de los votos emitidos, con independencia, por tanto, de los obligacionistas presentes o representados.

No obstante, se establece una mayoría reforzada, consistente en el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación, para la adopción de determinados acuerdos (los relativos a las modificaciones del plazo o de las condiciones del reembolso del valor nominal, de la conversión o del canje).

9. Derogación de la Ley 211/1964

La LFFE deroga la Ley 211/1964, que regulaba la emisión de obligaciones por sociedades distintas de las sociedades anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas.

El nuevo régimen aplicable a estas entidades se contiene en la disposición adicional quinta de la LFFE, que fija como límite máximo del importe de las emisiones de obligaciones el capital desembolsado, si se trata de sociedades distintas de las sociedades de capital, o la cifra de valoración de sus bienes cuando se trate de asociaciones o de otras personas jurídicas, no siendo de aplicación estos límites en los casos en que la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con aval solidario de entidad de crédito.

En el caso de que la emisión esté garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca, el límite y las demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de garantía de la sociedad en el momento de prestarlo, de acuerdo con su normativa específica.

La LSC resultará de aplicación supletoria, con las modificaciones que resulten necesarias

No obstante, para aquellas emisiones que ya se hubiesen emitido de conformidad con la Ley 211/1964, la LFFE fija un régimen "transitorio" hasta su extinción, estableciendo que se regirán por las disposiciones de la citada ley.

Contactos

Clifford Chance

Paseo de la Castellana, 110
28046 Madrid
T. +34 91 590 75 00

Yolanda Azanza

Socia
Mercado de Capitales

E. yolanda.azanza
@cliffordchance.com

José Manuel Cuenca

Socio
Mercado de Capitales

E: josemanuel.cuenca
@cliffordchance.com

Javier García de Enterría

Socio
Mercantil

E: javier.garciadeenterria
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110, 28046 Madrid, Spain
© Clifford Chance 2015
Clifford Chance S.L.

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.