

## EL TRASLADO A ESPAÑA DE LAS ESTRUCTURAS DE CAPTACIÓN DE RECURSOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

 LUIS ACUÑA ALONSO y VÍCTOR M. MARTÍN SAMANIEGO  
*Abogados (\*)*

### 1. INTRODUCCIÓN

Las entidades de crédito y las grandes empresas españolas acuden de forma recurrente a los mercados internacionales de capitales para obtener buena parte de sus elevadas necesidades de financiación a medio y largo plazo. Estos mercados y, en particular, el americano y el euromercado, se caracterizan, entre otros rasgos, por su profesionalidad, sofisticación y competitividad, características que derivan en la exigencia ineludible para toda empresa que quiera obtener financiación en ellos de estar en posición de ofrecer a los inversores al menos las mismas condiciones que el resto de entidades participantes.

Desde la perspectiva legal, esa igualdad de condiciones se concreta básicamente en dos elementos que las empresas españolas deben ser capaces de satisfacer. En primer lugar, los valores que ofrecen deben incorporar unos términos y condiciones jurídicos similares a los de otros valores equiparables en el mercado. En un segundo orden de cosas, esos valores deben permitir obtener a los inversores a los que vayan destinados una remuneración que sea, desde la perspectiva financiero-fiscal, eficiente.

Hasta hace muy poco, las entidades españolas que han recurrido a estos mercados sólo podían satisfacer estas dos condiciones recurriendo a complejas estructuras de emisión que invariablemente incluían

la constitución de una sociedad filial extranjera. Como veremos en las siguientes líneas de este artículo, la introducción en el ordenamiento español de una serie de reformas legislativas a partir de noviembre de 2002, pero sobre todo en el ejercicio 2003, están permitiendo, y permitirán aún en mayor medida en el futuro, reorientar esas estructuras para que pasen a emplear sociedades emisoras constituidas en España. Para este análisis, en primer lugar describiremos la estructura general de emisión de valores en los mercados internacionales de capitales que viene siendo utilizada por las empresas españolas, aplicándola a las operaciones-tipo más habituales. Posteriormente, expondremos los cambios normativos introducidos en España y la incidencia que están teniendo, y que se espera que tendrán, en estas emisiones.

### 2. LAS ESTRUCTURAS TRADICIONALES DE CAPTACIÓN DE FONDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

#### 2.1. Esquema general de emisión

Como hemos señalado, tradicionalmente las estructuras de captación de fondos en los mercados internacionales de capitales estaban construidas en torno a la constitución de una sociedad extranjera. Esta entidad era la que emitía los valores que luego se ofrecían a los inversores quienes, en todo caso, con-

\* Del Departamento de Derecho Mercantil y del Departamento de Derecho Tributario de Uría & Menéndez, respectivamente.

taban con la garantía de la sociedad matriz del grupo español. Una vez obtenidos los fondos tras la emisión de los valores, la sociedad extranjera los hacía llegar a la matriz española mediante un depósito. Las operaciones generalmente se completaban con la admisión a cotización de los valores en alguna bolsa extranjera, siendo la de Londres y la de Luxemburgo las más habituales.

La elección de una jurisdicción extranjera para la localización de las filiales emisoras empleadas, que generalmente se ubicaban en Holanda, Luxemburgo, las Islas Caimán y el Estado de Delaware, en los Estados Unidos, era absolutamente necesaria. En efecto, la legislación española, según el caso por motivos mercantiles, regulatorios o financiero-fiscales, no contenía los elementos necesarios para estructurar las emisiones adecuadamente y, en particular, para permitir que compitiesen en igualdad de condiciones respecto de otras emisiones similares en el mercado.

Este esquema general ha sido el habitualmente utilizado en numerosas estructuras de captación de recursos mediante la emisión de valores, desde las conocidas participaciones preferentes y los programas de eurobonos, hasta operaciones más complejas de emisión de valores convertibles y/o canjeables. A continuación describiremos brevemente las más importantes de ellas.

## 2.2. Las emisiones de participaciones preferentes

En primer lugar haremos referencia a las participaciones preferentes, un valor cuya emisión se ha generalizado en los últimos años en España. Como es sabido, las participaciones preferentes son valores de carácter híbrido que podemos situar a medio camino entre las acciones y los valores de deuda. Fundamentalmente, las participaciones preferentes son emitidas por grupos de entidades de crédito con el objeto de cubrir o reforzar sus exigencias de recursos propios regulatorios; sin embargo, no debemos desconocer que también recurren a ellas otras sociedades que no tienen la condición de entidades de crédito pero que desean obtener recursos sin aumentar su capital ni penalizar su balance con la introducción de deuda adicional.

Las participaciones preferentes empezaron a emitirse por los bancos españoles utilizando sociedades extranjeras a principios de los años noventa. El obje-

tivo de esas emisiones era emitir un valor representativo de los recursos propios de una filial que, al tener la condición de interés minoritario y de acuerdo con la normativa de Basilea y la normativa española sobre el coeficiente de solvencia, pudiese computar como recursos propios de primera categoría del grupo emisor. Ahora bien, para lograr esa computabilidad las participaciones preferentes debían cumplir una serie de requisitos, entre los que destacan: (i) ser representativos de los recursos propios de la entidad emisora; (ii) que su retribución tuviese carácter no acumulativo; (iii) que tuviesen carácter perpetuo; y (iv) ocupar un rango de prelación subordinado que las situase inmediatamente antes de las acciones. Además, estos valores sólo debían atribuir derechos de voto en determinadas situaciones e invariablemente contaban con una opción de amortización anticipada al quinto año desde su emisión que permitía al grupo emisor cancelar la emisión tras ese período en función de las condiciones de mercado.

Pues bien, a principios de los años noventa la legislación española no permitía configurar un valor negociable con estas características. Sin duda, hasta la reforma legal a la que luego haremos referencia, la figura más cercana al estándar utilizado en el mercado de participaciones preferentes sería una acción sin voto y, a su vez, rescatable. Sin embargo, las limitaciones inherentes a este tipo de valores que establece la Ley de Sociedades Anónimas hacen imposible el intento de emplear estas acciones para estructurar estas emisiones. Baste decir, por ejemplo, que las acciones rescatables no se reconocieron en nuestra Ley de Sociedades Anónimas hasta 1998 y únicamente para sociedades cotizadas y con el límite del 25% de su capital y que, por otra parte, los titulares de las acciones sin voto deben tener derecho no sólo al dividendo mínimo sino también al ordinario entregado al resto de accionistas. Estas características ya impedirían por sí solas construir las acciones sin voto como valor sustitutivo de las participaciones preferentes conocidas por el mercado. Pero, más aún, desde el punto de vista financiero-fiscal, para la entidad que busca financiación este tipo de acciones sería mucho más ineficiente y costoso que las participaciones preferentes conocidas por el mercado, puesto que su remuneración no sería en ningún caso deducible, a lo que habría de

sumarse el coste derivado de la sujeción de la citada emisión al Impuesto sobre Operaciones Societarias al tipo impositivo del 1% sobre el importe nominal emitido. Adicionalmente, los rendimientos satisfechos a los inversores no residentes en territorio español quedarían, en su caso, sujetos a retención a cuenta de impuestos españoles, circunstancia que colocaría a la entidad española emisora de este tipo de valores en situación de desventaja respecto de emisiones similares realizadas desde otras jurisdicciones.

Por ello, cuando los bancos decidieron emitir este tipo de valores tuvieron que recurrir a la constitución de sociedades filiales en el extranjero. En particular, se generalizó el empleo de la jurisdicción de las Islas Caimán por su flexible ordenamiento tanto desde el punto de vista societario como fiscal. A partir de 1998, las cajas de ahorro comenzaron a utilizar el mismo esquema (y la misma jurisdicción) y en pocos años se completaron varias decenas de emisiones que permitieron a este grupo de entidades de crédito, por primera vez desde muchos años, reforzar sus recursos propios básicos por vías distintas al mero crecimiento orgánico. A continuación se unieron al esquema de emisión varias sociedades cotizadas de gran tamaño, que lanzaron algunas emisiones de participaciones preferentes; estas entidades, sin embargo, optaron por localizar sus filiales emisoras en el Estado de Delaware, en los Estados Unidos.

En todas estas operaciones el valor emitido era una acción sin voto, representativa por tanto del capital social de la sociedad emisora extranjera. Esa acción incorporaba el derecho de su titular a recibir una remuneración condicionada a la obtención por parte del grupo emisor, o de su sociedad matriz, de beneficios suficientes y, además, en el caso de las entidades de crédito, del cumplimiento de los ratios de solvencia establecidos en la legislación de entidades de crédito. Si cualquiera de esas condiciones no era satisfecha en un período, el titular de la participación preferente perdía el derecho a recibir la remuneración correspondiente a ese período (de ahí el carácter no acumulativo). Por otra parte, estas acciones tenían carácter perpetuo, sin perjuicio de la opción de amortización anticipada a partir del quinto año de emisión, a la que ya nos hemos referido. En cuanto a su rango de prelación, se situaban en el penúltimo lugar, únicamente antes de las acciones

ordinarias. Finalmente, las acciones preferentes estaban destinadas a la absorción de pérdidas del grupo emisor en supuestos de crisis empresarial y, para ello, en los casos en que la entidad de crédito matriz acordase su disolución y liquidación, o acordase una operación acordeón (o, en el caso de las cajas de ahorro, una operación similar), entonces la sociedad emisora también aprobaría su disolución y liquidación y la cuota de liquidación que correspondería a los titulares de las participaciones preferentes sería calculada como si las participaciones preferentes hubiesen sido emitidas por la entidad de crédito matriz y se situasen, en orden de prelación, con carácter inmediatamente anterior a las acciones ordinarias o, en el caso de las cajas de ahorro, de las cuotas participativas.

En un principio, las emisiones de acciones preferentes se destinaron a los mercados internacionales de capitales exclusivamente. Sin embargo, a partir de 1998 las emisiones se empezaron a dirigir al mercado español, previo registro del correspondiente folleto en la CNMV. Fue en este momento cuando se decidió denominar a este tipo de valor como «participación preferente» en lugar de «acción preferente», con el objeto de evitar cualquier tipo de confusión por parte de los inversores con las acciones ordinarias de las sociedades españolas cotizadas en Bolsa.

Hasta el año 2002 se realizaron numerosas emisiones de participaciones preferentes dirigidas tanto al mercado español como a mercados internacionales. Sin embargo, a partir de ese ejercicio, y por diversos motivos, se empezó a considerar la conveniencia de localizar en otras jurisdicciones la residencia fiscal de las filiales utilizadas por las entidades de crédito para llevar a cabo sus emisiones, por lo que se redujo bruscamente el ritmo de las emisiones a la espera de decidir la forma más adecuada de volver a estructurar las operaciones.

### 2.3. Los programas de eurobonos

Los programas de eurobonos son estructuras contractuales establecidas entre una sociedad y uno o varios bancos de inversión que tienen por objeto regular la forma de realizar emisiones de valores de deuda durante un período de tiempo, generalmente anual y renovable, hasta un determinado importe. Estos programas permiten a la sociedad que lo esta-

blece captar volúmenes importantes de fondos en el euromercado a medio y largo plazo en períodos de tiempo muy cortos.

Los programas de eurobonos precisan cumplir, en lo que ahora nos interesa, dos requisitos esenciales. En primer lugar, su articulación jurídica debe permitir la realización y ejecución de emisiones de valores de deuda en un período muy breve de tiempo desde el momento en que se lanza o anuncia la emisión al mercado. En segundo término, aquella estructura jurídica debe permitir a los inversores que acuden al euromercado o, al menos, a la gran mayoría de ellos, recibir la remuneración correspondiente libre de retenciones fiscales a cuenta de cualquier impuesto o, en su defecto, sumando a la remuneración que podríamos llamar ordinaria aquellas cantidades adicionales necesarias que hagan que el importe neto total recibido sea igual a aquél que hubiesen recibido si no hubiese existido retención (adición que en términos anglosajones se conoce como «*gross up*» y que es extremadamente onerosa para el emisor de los valores).

Estas exigencias eran de difícil, por no decir imposible, cumplimiento en España, al menos hasta finales del ejercicio 2003:

- (i) Por un lado, los emisores se encontraban frente al excesivo formalismo que rige la realización de emisiones de deuda en derecho español por parte de las sociedades anónimas y que, como es sabido, incluye el correspondiente acuerdo de la Junta General de accionistas (si bien es cierto que cabe la autorización al Consejo para realizar emisiones hasta un importe determinado al amparo de lo dispuesto en el artículo 319 del Reglamento del Registro Mercantil), la elevación a público de los acuerdos de emisión y su inscripción en el Registro Mercantil antes de la puesta en circulación de los valores (artículo 285 de la Ley de Sociedades Anónimas) y el anuncio de la emisión en el BORME con carácter previo a su suscripción (artículo 286 de la misma Ley).
- (ii) Además, para todas aquellas entidades que no tienen la condición de entidad de crédito, el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas limitaba el volumen de las emisiones al importe de sus recursos propios, sin más excepciones

que las establecidas para las sociedades concesionarias de autopistas y para determinadas emisiones con garantías.

- (iii) Finalmente, debemos recordar que el régimen fiscal aplicable a las emisiones de deuda exige, con carácter general, que la entidad emisora practique las correspondientes retenciones, generalmente al tipo del 15%, sobre los rendimientos satisfechos a los inversores no residentes en España, a salvo de aquellos supuestos en los que resulte aplicable un tipo reducido previsto en un Convenio para evitar la Doble Imposición o una exención establecida en la normativa interna española. En estos casos, el importe satisfecho por la entidad emisora habría de incrementarse con el correspondiente «*gross up*», al que ya nos hemos referido.

Como consecuencia de todos estos factores, hasta hace no mucho tiempo resultaba impensable utilizar emisores españoles para establecer programas de eurobonos. En su lugar, las sociedades emisoras de estos programas tradicionalmente se constituían en las Islas Caimán, en el caso de las entidades de crédito, y en Holanda, en el caso de las entidades que no tenían aquella condición. El recurso a una u otra jurisdicción estaba motivado básicamente por la búsqueda de una estructura que permitiese hacer llegar los fondos por parte de la sociedad emisora a la matriz española mediante un instrumento jurídico cuya retribución no estuviese sujeta a retención. De no ser así, y dado que esa retribución es la que permite al emisor de los bonos pagar a su vez la retribución de los inversores (que ya hemos visto que no debe llevar retención o, en su caso, ir acompañada del correspondiente «*gross-up*»), aquél no tendría suficiente caja para hacer frente a sus obligaciones. Así, en el caso de las emisiones realizadas por filiales no residentes de entidades de crédito, los fondos obtenidos por la entidad emisora se depositaban en una cuenta de no residentes abierta en la entidad de crédito española, cuyos rendimientos, por definición legal, están exentos de retención en España. Puesto que a estos exclusivos efectos resultaba indiferente el lugar de residencia de la entidad emisora, se optaba por localizar la filial en las Islas Caimán debido a la mayor flexibilidad de su normativa mercantil y, especialmente, fiscal, al tratarse de territorios de escasa o nula tributación. Por el contrario, en el caso

de entidades no financieras, la imposibilidad de abrir una cuenta de no residentes obligaba a la entidad emisora a constituir un simple depósito de los fondos obtenidos en la entidad garante, con lo que el pago de los intereses derivados de dicho depósito libres de cualquier retención en España se conseguía localizando la entidad emisora en un país o territorio de la Unión Europea, ya que los intereses satisfechos a residentes de dicho territorio están igualmente exentos de retención en España.

Hace aproximadamente dos años, ante el nuevo planteamiento que empezaban a considerar las empresas españolas respecto de la localización de sus filiales emisoras de participaciones preferentes, comenzó a producirse un paulatino movimiento de los programas establecidos por las entidades de crédito hacia Holanda, bien mediante el establecimiento de programas nuevos con uno o dos emisores holandeses, bien mediante la incorporación al programa ya vigente de uno o dos emisores holandeses de nueva constitución, mientras las emisiones realizadas por los emisores constituidos en las Islas Caimán seguían vivas hasta sus fechas de terminación. Como consecuencia, a día de hoy la mayor parte de los programas de eurobonos establecidos por las entidades españolas se estructuran utilizando emisores holandeses.

#### **2.4. Las emisiones de valores canjeables y/o convertibles y otras estructuras**

El esquema básico que hemos descrito al principio de este artículo y que se basa en la constitución de una sociedad extranjera que actúa como emisora de los valores, ha sido empleado también para la realización de emisiones de valores que incorporan el derecho a recibir otro valor, ya sea de nueva emisión (convertibles) o existente (canjeables). Así, por ejemplo, a finales de los noventa varias sociedades cotizadas españolas emplearon una estructura que podríamos llamar «espejo» para la emisión de valores convertibles y/o canjeables. Estas operaciones consistían en la emisión de obligaciones convertibles y/o canjeables por la sociedad cotizada española que eran suscritas en su integridad por una sociedad filial al 100% de nueva creación y con domicilio en Holanda. A su vez, esta sociedad emitía valores canjeables por aquellas obligaciones convertibles y/o canjeables; los valores canjeables de la sociedad

holandesa eran los valores que se ofrecían a los inversores. Éstos, como siempre en este tipo de estructuras, contaban con la garantía de la sociedad cotizada española. Conviene señalar, finalmente, que el canje de los valores emitidos por la sociedad holandesa estaba coordinado con la conversión y/o canje de las obligaciones emitidas por la sociedad española, de modo que cuando un inversor optaba por el canje del primero, automáticamente optaba por la conversión y/o canje del segundo. Esta última opción de conversión o canje, esto es, de entrega de acciones nuevas o existentes, era decidida, a su vez, por la sociedad cotizada española.

Los valores canjeables también han sido utilizados para la monetización de autocartera o de participaciones no estratégicas en otras sociedades. En estos casos, la sociedad extranjera emite unos valores que atribuyen el derecho de canje por aquellas acciones de la propia sociedad matriz que ésta tiene en autocartera o de las que es titular en una tercera sociedad. De este modo, el grupo emisor obtiene fondos con cargo a una entrega futura de unos valores de acuerdo con una relación de canje que, según las emisiones, puede ser fija o variable y, por otra parte, opcional u obligatoria.

Finalmente, estas estructuras triangulares utilizando sociedades extranjeras se han empleado en emisiones simples destinadas tanto al euromercado como al mercado americano (en particular, para realizar los denominados «*private placements*»), y para el establecimiento de programas de papel comercial a corto plazo.

### **3. LAS RECIENTES REFORMAS LEGISLATIVAS**

#### **3.1. Introducción**

Como ya hemos apuntado, durante el año 2002 se comenzó a considerar la localización en nuevas jurisdicciones de la residencia fiscal de las sociedades utilizadas en estas estructuras, especialmente en aquellas en las que se recurría a un territorio con la calificación de paraíso fiscal, como es el caso de las Islas Caimán. Como consecuencia, durante ese año y, sobre todo, durante el ejercicio 2003, se ralentizó la realización de emisiones, en particular las de participaciones preferentes. Esta situación, sin embargo, era altamente insatisfactoria, tanto para las entidades de crédito, necesitadas de recursos propios en

unos años de fuerte expansión crediticia, como para la generalidad de entidades, ya que la captación y obtención de recursos en los mercados internacionales de capitales quedaba sustancialmente mermada.

Por ello, el legislador introdujo en nuestro ordenamiento una serie de reformas legislativas que tienen por objeto, por un lado, permitir la puesta en práctica de las estructuras de emisión descritas que se habían utilizado hasta la fecha pero utilizando ahora sociedades españolas y, por otro, clarificar la situación de las estructuras que ya habían sido puestas en práctica:

- a) Dentro del primer objetivo señalado, esto es, la puesta en práctica de estructuras de emisión mediante sociedades españolas, las reformas introducidas: (i) han regulado las participaciones preferentes como un nuevo valor negociable hasta ahora inexistente en derecho español; (ii) han eliminado el límite legal del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas para determinadas sociedades; y (iii) han establecido un marco fiscal más atractivo para estas emisiones.
- b) En cuanto a la clarificación de las estructuras que habían sido utilizadas en el pasado, los cambios introducidos incluyen: (i) determinadas normas fiscales aplicables a las emisiones existentes; y (ii) ciertos incentivos fiscales al traslado a España de sociedades que habían sido constituidas en jurisdicciones extranjeras con el objeto de emitir valores.

A continuación analizaremos estos cambios legislativos.

### **3.2. La nueva regulación legal y fiscal de las participaciones preferentes**

La primera referencia a las participaciones preferentes en nuestro derecho se introdujo mediante la reforma del artículo 7 de la Ley 13/1985, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, introducida por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero (conocida como la «Ley Financiera»). El objeto de esta reforma, en lo que a las participaciones preferentes se refiere, consistió únicamente en incluir una escueta referencia a este tipo de valores como ele-

mentos de los recursos propios de las entidades de crédito y sus grupos consolidables, pero sin indicación alguna sobre su régimen legal.

Posteriormente, la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, introdujo una disposición adicional segunda en la misma Ley 13/1985, en la que se establecía una regulación más detallada, aunque claramente insuficiente, de las participaciones preferentes, referida únicamente a los requisitos que debían cumplir para computar como recursos propios de las entidades de crédito y a su régimen fiscal.

Desde una primera aproximación, no podemos dejar de mencionar que la técnica utilizada por el legislador español para la introducción de la figura de las participaciones preferentes en nuestro derecho es ciertamente criticable. Dado que esta reforma dio carta de naturaleza a un valor que hasta entonces no existía en el ordenamiento español, hubiese sido deseable que se hubiese establecido el régimen sustantivo que regulase su emisión y los derechos que incorpora. En su lugar, el legislador se ha limitado a establecer los requisitos que han de cumplir las participaciones para computar como recursos propios del emisor y su régimen fiscal.

En el establecimiento de los requisitos de computabilidad, la norma se ha preocupado, sobre todo, por replicar el esquema de las emisiones que se venían realizando hasta entonces mediante la emisión de acciones sin voto desde filiales extranjeras. El resultado es un conjunto de exigencias que regulan aspectos tan variados como la determinación de las entidades que pueden emitir estos valores, su rango de prelación, las características de la remuneración, el límite de emisión o la necesaria cotización en un mercado secundario organizado. En todo caso, el resultado final es, en términos generales, un régimen muy aproximado al que hemos descrito en relación con las acciones preferentes emitidas por sociedades extranjeras.

Ante la insuficiencia normativa de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, los intérpretes y operadores del mercado se han visto obligados a inferir las características sustantivas de las participa-

ciones preferentes a partir de las exigencias de computabilidad y de la analogía con otros instrumentos similares, en particular las acciones de las sociedades anónimas, en lo que fuere posible. Además, la práctica ha seguido aplicando a estas emisiones básicamente las mismas características que se venían incorporando en las emisiones realizadas utilizando filiales extranjeras. Y es así como, aún con todas estas dificultades, como veremos, esta regulación, aunque escasa, ha permitido a las entidades de crédito volver a reanudar las emisiones de participaciones preferentes con el objeto de reforzar sus recursos propios de primera categoría<sup>1</sup>.

En cuanto al régimen fiscal, cuya aplicación se condiciona al cumplimiento de los requisitos de computabilidad mencionados anteriormente, la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 exime de tributación en el Impuesto sobre la Renta de no Residentes a las rentas derivadas de las participaciones preferentes obtenidas por inversores sujetos pasivos de dicho impuesto que no actúen en España mediante establecimiento permanente, en las mismas condiciones establecidas para los rendimientos derivados de la Deuda Pública. En virtud de dicha remisión quedan excluidas de este régimen fiscal las rentas que se obtengan a través de países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales.

Asimismo, el legislador ha optado por calificar los pagos efectuados por la entidad emisora a los titulares de las participaciones preferentes como gastos fiscalmente deducibles en el Impuesto sobre Sociedades de dicha entidad emisora, soslayando de esta manera uno de los principales obstáculos de naturaleza financiero-fiscal a los que se hubieran enfrentado las entidades que pretendieran emitir participaciones preferentes desde España, una vez que la reforma legal que venimos comentando ha dado carta de naturaleza en el derecho español a este tipo de valores.

Aunque la norma no se pronuncie expresamente al respecto, debe aclararse que tanto esta concreta disposición como algunas otras introducidas por la Ley 19/2003 —por ejemplo, la que establece una exención en el Impuesto sobre Operaciones Societarias

para todas las operaciones derivadas de la emisión de participaciones preferentes— únicamente resultan de aplicación a las entidades emisoras y garantes que sean residentes en territorio español. Para las no residentes, habrá de estarse a lo previsto en la normativa fiscal de sus respectivos países de residencia.

Desde la perspectiva del inversor, la Ley 13/1985 atribuye a las rentas derivadas de las participaciones preferentes la naturaleza de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios, lógico corolario a la deducibilidad fiscal de esa misma remuneración en sede de la entidad emisora.

Queda aún por clarificar si esta calificación —rendimientos derivados de la cesión a terceros de capitales propios— resulta igualmente aplicable a las rentas derivadas de las participaciones preferentes que incumplan alguno de los requisitos de computabilidad recogidos en el apartado 1 de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, o si por el contrario se optará en esos casos por aplicar idéntico tratamiento al de los rendimientos derivados de la participación en fondos propios. La solución a esta cuestión excede del ámbito estrictamente fiscal, y previsiblemente habrá de resolverse en el marco del debate abierto —a la luz de los criterios establecidos a este respecto por las nuevas normas internacionales de contabilidad— en torno a la consideración de las participaciones preferentes como meros instrumentos financieros o bien como valores representativos de los fondos propios del emisor.

Finalmente, mencionaremos que la Ley 19/2003 establece una serie de obligaciones de información a la Administración Tributaria que habrán de ser cumplidas por la entidad que actúe como garante de la emisión y que analizaremos posteriormente con mayor detalle.

### 3.3. Régimen fiscal de las emisiones de deuda por filiales

La disposición adicional segunda de la misma Ley 13/1985 que introdujo la Ley 19/2003 fue aprovechada para extender el régimen fiscal descrito en el apartado anterior a las emisiones de «instrumentos

<sup>1</sup> En otro orden de cosas, pero dentro de esta reforma generalizada de las posibilidades de emisión de valores por parte de las entidades de crédito españolas, conviene señalar que la Ley 44/2002 a la que nos hemos referido, al modificar el art. 7 de la Ley 13/1985 también estableció una nueva regulación de las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro, que fue posteriormente desarrollada por el Real Decreto 302/2004.

de deuda» realizadas por entidades cuyo objeto exclusivo sea la emisión de participaciones preferentes y/o instrumentos de deuda que cumplan determinadas condiciones. Asimismo, a las citadas emisiones les resultan aplicables las obligaciones de información mencionadas en la citada disposición y que, como ha quedado dicho, serán objeto de análisis con posterioridad.

### 3.4. Eliminación del límite del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas para la emisión de deuda por determinadas sociedades

Como ya hemos indicado, una de las limitaciones existentes en derecho español para la configuración de estructuras de emisión de valores de deuda utilizando sociedades nacionales era el límite del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Este artículo establece que el volumen de «series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda» no deberá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuran en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda. Este límite general tenía escasísimas excepciones: así, el artículo 284 de la misma Ley lo declara no aplicable a emisiones que cuenten con determinadas garantías reales o personales; en particular, en lo que ahora nos interesa, excepciona su aplicación respecto de las emisiones que cuenten con aval solidario de un banco o caja de ahorros. Por otra parte, y de acuerdo con la disposición adicional cuarta de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, este límite no es aplicable a las emisiones de valores de deuda realizadas por las entidades de crédito<sup>2</sup>.

Ocurría así que, aún cuando el régimen fiscal introducido por la Ley 19/2003 permitía estructurar las emisiones de deuda utilizando filiales de una manera eficiente desde la perspectiva financiero-fiscal, el tenor del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas imposibilitaba a todas aquellas sociedades distintas de las entidades de crédito realizar emisiones, a menos que contasen con el aval de un banco o caja de ahorros.

Por ello, como parte del proceso reformador que venimos comentando en estas líneas el legislador decidió eliminar la aplicación de este límite tanto para las sociedades cotizadas como para determinadas filiales suyas y las de las entidades de crédito que tengan por objeto exclusivo realizar esas emisiones. Esta reforma se introdujo mediante la Ley 62/2003, de 30 de diciembre de medidas, fiscales, administrativas y del orden social, que modificó la Ley del Mercado de Valores y la tantas veces mencionada disposición adicional segunda de la Ley 13/1985. Así:

- (i) El artículo 98 de la Ley 62/2003 introdujo un nuevo artículo 111 *bis* en la Ley del Mercado de Valores que declaró la no aplicación del límite de emisión de obligaciones establecido en el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas a las sociedades anónimas cotizadas; y
- (ii) El artículo 100 de la Ley 62/2003 añadió un apartado 7 a la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 en la que también se declaraba no aplicable el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas a las emisiones de instrumentos de deuda realizadas por las entidades a las que se refieren los apartados 5 y 6 de la misma disposición, a saber: a) sociedades cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades de crédito y tengan como objeto exclusivo realizar esas emisiones (apartado 5); y b) sociedades cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades cotizadas que no sean de crédito (apartado 6). En este último caso, la ausencia del requisito explícito del objeto exclusivo frente a la expresa referencia que a él se hace en el apartado 5 pudiera dar a entender, aunque la cuestión no deja de suscitar alguna duda, que en el caso de las filiales de sociedades cotizadas íntegramente participadas el artículo 282 tampoco sería aplicable aún cuando la entidad tenga un objeto distinto de la mera emisión de valores.

<sup>2</sup> Por lo demás, el límite del art. 282 de la Ley de Sociedades Anónimas no resulta aplicable a las sociedades concesionarias de autopistas.



### 3.5. El Real Decreto 1778/2004 sobre obligaciones de información

El Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio ha venido a precisar el contenido de las obligaciones de información establecidas por la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 en su apartado 3. A tenor de dicho precepto, la entidad de crédito dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito, o a la entidad cotizada titular de los derechos de voto del emisor, según el caso, tendrá la obligación de informar a las autoridades fiscales, en lo que aquí nos interesa, sobre la identidad de los titulares de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda que emita aquélla. El establecimiento del procedimiento a través del cual habría de suministrarse la citada información se pospuso a un posterior desarrollo reglamentario, que finalmente se ha concretado en el Real Decreto 1778/2004.

Con carácter residual y exclusivamente para aquellos supuestos en los que el inversor acuda al mercado directamente sin la intermediación de ninguna entidad financiera o de compensación (que en la práctica serán muy reducidos), el Real Decreto 1778/2004 ha optado por mantener el mecanismo que hasta su entrada en vigor permitía a dichos inversores acreditar su derecho a aplicar una exención o un tipo reducido de Convenio para evitar la Doble Imposición. De esta forma, la aportación de un certificado de residencia fiscal expedido por las autoridades del país en el que resida el citado inversor bastará para beneficiarse de la exención sobre los rendimientos derivados de las participaciones preferentes.

No obstante, la gran novedad de la nueva regulación consiste en que el pago de las remuneraciones a los titulares de los valores podrá efectuarse libre de cualquier retención, en la medida en que cada una de las entidades financieras o de crédito que intermedie por cuenta de dichos inversores en las citadas operaciones proporcione a la entidad emisora una certificación con una lista adjunta donde se detalle la identidad y la residencia fiscal de aquellos titulares de los valores que no sean residentes en España o en un paraíso fiscal y que, por tanto, tengan derecho a percibir la totalidad del rendimiento devengado. Las certificaciones habrán de ajustarse al modelo que desde el año 1991 se viene empleando para identi-

ficar a los no residentes en territorio español que inviertan en valores emitidos por el Tesoro Español.

Este sistema únicamente será aplicable respecto de las entidades financieras intermediarias que residan en un país de la OCDE o en algún país con el que España tenga suscrito un Convenio para evitar la Doble Imposición. En los restantes casos, seguirá siendo necesario aportar certificados de residencia fiscal de los inversores.

Alternativamente, y para aquellos supuestos en los que la emisión se canalice utilizando una entidad de compensación y liquidación reconocida a estos efectos por la normativa española o por la de otro país miembro de la OCDE (los casos más conocidos son los de *Iberclear* en España, *Euroclear* y *Clearstream* en el euromercado, y DTC o «*Depositary Trust Company*» en el mercado americano), el Real Decreto 1778/2004 permite que sea la propia entidad de compensación quien emita el correspondiente certificado con su lista adjunta de inversores. Dicha lista consolidará la información remitida previamente por las entidades financieras adheridas a su sistema, que serán quienes verdaderamente posean, de acuerdo con sus propios procedimientos internos, toda la información relativa a la identidad de los clientes por cuenta de los cuales actúen.

Como puede comprobarse, el procedimiento de suministro de información desarrollado por el Real Decreto 1778/2004 se asemeja en gran medida (en especial respecto de la documentación que habrá de recabarse de las entidades financieras intervinientes en la emisión) al sistema diseñado para instrumentar el pago de intereses de Deuda del Estado a los no residentes sin establecimiento permanente que inviertan en dichos valores. De esta forma, tratándose de un mecanismo con el que se encuentran familiarizados la mayor parte de los inversores y operadores, tanto residentes como no, intervinientes en el mercado de deuda pública española, es de esperar que su implantación en el marco de las emisiones de participaciones preferentes y/o otros instrumentos de deuda realizadas bajo la Ley 19/2003 se efectúe en un breve plazo de tiempo.

Dos breves reflexiones al hilo de lo anterior: de una parte, no parece tarea fácil que la obligación de suministro de información establecida por el Real Decreto 1778/2004 pueda imponerse a todas aque-

llas entidades financieras intermediarias o cámaras de compensación no residentes en territorio español. Por ello, parece que será preciso que las emisiones que se realicen a partir de este momento establezcan, de forma contractual, una serie de compromisos entre todas las partes (emisor, garante, agente de pagos y cámaras de compensación y liquidación), a fin de que la información fluya, en la forma y dentro de los plazos acotados por la normativa, desde el inversor final hasta la entidad emisora y garante.

Por otra parte, no debemos olvidar que en la gran parte de las ocasiones, si no en todas, no tan sólo el emisor, sino incluso la propia entidad de compensación que canalice las operaciones de los valores emitidos, desconocerá la identidad de los titulares últimos de dichos valores. De ahí que sea importante destacar que el sistema diseñado por el RD 1778/2004 descansa, en última instancia, en los procedimientos internos que tengan establecidos las propias entidades financieras a fin de identificar a sus propios clientes.

Sobre la base de la información proporcionada por los intermediarios financieros o, alternativamente, por las cámaras de compensación y liquidación, la entidad de crédito dominante o la entidad cotizada titular de los derechos de voto de la emisora deberá presentar en el mes de enero de cada año natural, con respecto a la información relativa al año natural inmediato anterior, una relación en la que se especificará determinada información respecto a las operaciones relativas a las participaciones preferentes u otros instrumentos de deuda.

El Real Decreto 1778/2004 establece igualmente el procedimiento que habrá de seguirse a fin de hacer efectiva la exención del Impuesto sobre la Renta de no Residentes de las rentas derivadas de las participaciones preferentes y/o instrumentos de deuda, obtenidas por inversores no residentes que actúen sin establecimiento permanente. A este respecto, la nueva disposición se limita a señalar que la entidad emisora transferirá a las entidades financieras intermediarias el importe líquido resultante de la aplicación del tipo general de retención (e.g., 15%) sobre los rendimientos satisfechos a los inversores, de forma que, una vez recibidas las certificaciones mencionadas anteriormente si este hecho se produce antes de la finalización del plazo para efectuar el ingreso de las retenciones, se pro-

ceda a abonar, en su caso, las cantidades retenidas en exceso.

A la luz de lo anterior, entendemos que la obligación de practicar la retención inicial sobre el importe de todos los rendimientos satisfechos no alcanza a los supuestos en los que la emisión se instrumente por medio de una filial residente en un Estado miembro de la UE, si bien la norma no se pronuncia al respecto.

Por último, el texto reglamentario establece que este procedimiento resultará aplicable a «*las emisiones realizadas a partir de la entrada en vigor de este Real Decreto*» en vez de, como quizás hubiera podido resultar más lógico, a las realizadas a partir de la entrada en vigor de la Ley 19/2003, dado el largo período transcurrido entre ambos eventos (más de un año), período durante el cual se han realizado diversas emisiones, no en gran número, cierto es, para las cuales se implementó un procedimiento de suministro de información similar al establecido para la deuda pública. ¿Quiere esto decir que aquellas emisiones realizadas con anterioridad a la entrada en vigor del Real Decreto 1778/2004 no podrán aplicar este procedimiento? A nuestro juicio, la respuesta a esta pregunta ha de ser negativa.

### 3.6. Régimen fiscal de las emisiones ya existentes

El legislador trató también de clarificar la situación de las emisiones de participaciones preferentes y de deuda realizadas con anterioridad a este proceso reformador. Para ello, estableció en la disposición transitoria segunda de la Ley 19/2003 que el régimen fiscal aplicable a las emisiones de participaciones preferentes, descrito en el apartado 3.2 anterior, será aplicable a las emisiones de participaciones preferentes y de deuda realizadas con anterioridad a la entrada en vigor de esa Ley por «*[...] cualquier entidad, sea o no residente en España, cuya actividad exclusiva sea la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito o a sociedades cotizadas [...]*».

Esta disposición permite extender (en la medida en que ello sea posible) el régimen fiscal establecido por la Ley 19/2003 a las emisiones realizadas con anterioridad a la entrada en vigor de dicha disposición, en un intento por preservar la posición de las

citadas emisiones frente a eventuales actuaciones de la administración tributaria española que pretendieran retomar la cuestión relativa a la residencia fiscal de las entidades emisoras, en su mayor parte localizadas en territorios de escasa o nula tributación, como ya ha quedado dicho.

También establece esta disposición que las obligaciones de información establecidas en el Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de los intereses de deuda del estado a los no residentes sin establecimiento permanente que inviertan en dichos valores, serán aplicables a las emisiones efectuadas con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 19/2003, pero únicamente respecto de las entidades financieras que intermedien en la operación. Idéntica previsión se establece, por lo que a las obligaciones de información se refiere, en la disposición transitoria primera del Real Decreto 2281/1998, de 23 de octubre, según redacción dada por el Real Decreto 1778/2004.

Sobre la interpretación que haya de darse a este inciso, parece que el mandato legal se entendería cumplido en la medida en que se facilitara a la Administración Tributaria toda la información relativa a las entidades financieras que intermedien en la emisión, sin que fuera preciso suministrar dicha información respecto de los titulares últimos de los valores. Una interpretación contraria a esta tesis que propugnara el establecimiento de un procedimiento similar al establecido en la actualidad para las emisiones de deuda pública española, y en línea con el sistema establecido por el Real Decreto 1778/2004, parece tener difícil encaje práctico (por razones obvias) en las emisiones realizadas con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 19/2003 por filiales situadas en paraísos fiscales.

### **3.7. Beneficios fiscales para el traslado a España de sociedades emisoras constituidas en el extranjero**

Las medidas destinadas a las emisiones realizadas por las entidades españolas antes de este proceso de reforma no acaban en el régimen fiscal antes indicado. En efecto, dado que estas emisiones habrían de seguir vivas durante sus plazos y, en el caso de las participaciones preferentes, con carácter perpetuo, se consideró conveniente incentivar el traslado de las socieda-

des emisoras a España para evitar que las entidades de crédito tuviesen que seguir incorporando en sus grupos sociedades constituidas en paraísos fiscales.

Para ello, la Ley 62/2003 adhirió, mediante su disposición adicional trigésimo octava, una nueva disposición transitoria segunda a la Ley 13/1985, que exime de tributación en el Impuesto sobre Operaciones Societarias la redomiciliación de la entidades cuyo objeto social exclusivo sea la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros de deuda, que en otro caso quedaría sujeta al tipo del 1% sobre el haber líquido de la entidad cuyo domicilio se trasladara a España.

### **4. LAS NUEVAS TENDENCIAS DEL MERCADO COMO CONSECUENCIA DE ESTOS CAMBIOS**

Las consecuencias de esta batería de medidas no se han hecho esperar. En primer lugar, ya en septiembre de 2003, es decir, apenas transcurridos dos meses desde la entrada en vigor de la Ley 19/2003, se lanzó al mercado nacional e internacional la primera emisión de participaciones preferentes de una entidad de crédito española utilizando una filial española de nueva constitución. Pronto le seguirían otras entidades de crédito, incluyendo bancos y cajas de ahorro, en un movimiento que sigue en la actualidad.

Más problemática se presenta, sin embargo, la realización de emisiones de participaciones preferentes por parte de sociedades cotizadas que no tienen la condición de entidades de crédito. El motivo es que las nuevas normas internacionales de contabilidad parecen considerar las participaciones preferentes, tal y como se han configurado en el mercado hasta la fecha, como valores representativos de una obligación financiera, y no como valores representativos de los fondos propios («equity») de su grupo emisor. Aunque la cuestión está todavía abierta al debate, lo cierto es que, a menos que se llegue a un consenso sobre los términos que han de incorporar estos valores para ser considerados «equity» bajo aquellas normas, la consideración de las participaciones preferentes como instrumentos financieros desincentivará la emisión de este tipo de valores por entidades distintas de las de crédito.

Las emisiones de deuda y, en particular, las realizadas al amparo de los programas de eurobonos,

sufrieron un proceso diferente. El motivo fue el retraso con el que se ha publicado el Real Decreto 1778/2004 que desarrolla las obligaciones de información establecidas por la Ley 19/2003. Aunque el mercado había conocido un borrador de este Real Decreto ya en noviembre de 2003, no ha sido hasta agosto de 2004 cuando se ha publicado la norma y ha entrado en vigor. Como resultado, durante todo este período los emisores de valores no han tenido certeza sobre cuáles serían las obligaciones de información que deberían satisfacer ni los procedimientos necesarios para cumplirlas. Ante esta incertidumbre, desde finales de 2003 y hasta la publicación del Real Decreto 1778/2004 se ha apreciado una evidente contracción en la realización de emisiones mediante sociedades internacionales, e incluso en el establecimiento y mera actualización de programas de eurobonos.

En la situación actual, la mayor parte de los programas de eurobonos establecidos por las entidades de crédito españolas cuentan con varios emisores, parte de ellos constituidos en las Islas Caimán como emisores de los valores lanzados al mercado antes de la Ley 19/2003, y parte en Holanda, si bien con muy pocas emisiones realizadas por todas estas incertidumbres. Con las reformas introducidas, es de esperar que durante los próximos meses, por un lado, se reactiven las emisiones utilizando estas sociedades constituidas y, por otro, se empiece a considerar con muchas probabilidades de éxito el establecimiento de programas de emisión con sociedades españolas. En todo caso, para que esta última opción sea viable será preciso un esfuerzo por parte de los Registros Mercantiles para que la inscripción de las emisiones que se realicen al amparo de los programas tenga lugar en períodos muy breves para poder completarlas tan rápidamente como se ha venido haciendo hasta ahora.

Previsiblemente, por otra parte, otro tipo de operaciones de financiación, como las emisiones de bonos canjeables, podrán realizarse también con sociedades españolas. Además, este movimiento podría aprovecharse también para impulsar el mercado de valores español mediante el registro de estos

programas y emisiones en formato internacional en la CNMV y su admisión a cotización en el mercado AIAF de Renta Fija (y ello con independencia de que los valores sean ofrecidos a inversores en Europa, Estados Unidos o España) sustituyendo o complementando la habitual cotización en Londres o Luxemburgo. Esta posibilidad, que se ampararía en lo dispuesto en el artículo 26 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, pero que hasta ahora ha sido escasamente utilizada, previsiblemente se reforzará cuando se implemente en España la reciente Directiva 2003/71/CE sobre folletos en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

Asimismo, el mercado se está planteando la reubicación a España de las sociedades que fueron constituidas en las Islas Caimán para emitir participaciones preferentes. El traslado es jurídicamente posible, y su viabilidad sólo depende de que se establezca un procedimiento suficientemente ágil en el que deberán intervenir la CNMV y los Registros Mercantiles. De hecho, ya han aparecido comunicaciones de varios grupos emisores de participaciones preferentes en las que anuncian el traslado de la sociedad emisora de participaciones preferentes desde las Islas Caimán a España. Es previsible que este proceso será seguido por la gran mayoría de las entidades que han establecido filiales emisoras en aquella jurisdicción.

## 5. CONCLUSIÓN

En definitiva, los últimos cambios normativos alterarán las estructuras utilizadas hasta ahora por las entidades de crédito y grandes empresas españolas para acceder a los mercados internacionales de capitales, permitiendo el uso de emisores españoles y eliminando así las incertidumbres que se habían generado en el pasado como consecuencia de la utilización de emisores extranjeros. Este movimiento de atracción permitirá, además, fomentar el mercado de valores español, haciéndolo más atractivo no sólo para las entidades españolas que precisen financiarse en los mercados de capitales sino incluso para empresas extranjeras con las mismas necesidades.