

FLEXIBILIZACIÓN DEL RÉGIMEN DE EMISIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA; UNA REFORMA DE «EXTRAORDINARIA Y URGENTE NECESIDAD»

En el marco del Plan de Dinamización de la Economía e Impulso de la Productividad aprobado el pasado 25 de febrero, y bajo un mismo objetivo de potenciación de la productividad (factor esencial del crecimiento económico cuyos índices en España se han alejado en los últimos años de los de los países más avanzados de nuestro entorno), el Consejo de Ministros ha aprobado un conjunto de más de cien medidas en ámbitos heterogéneos de nuestra economía, entre las que merece destacarse la flexibilización operada en los mercados financieros.

Es en la pretendida armonización del régimen aplicable a los mercados financieros españoles con el de los demás países comunitarios, donde se ha presentado para el legislador español la oportunidad de ir un paso más allá del mero cumplimiento de sus compromisos europeos, y aprobar las reformas necesarias que eviten lo que el propio Consejo de Ministros ha calificado como un «*peligro cierto de pérdida de competitividad*»; peligro éste cuya concurrencia, si bien no puede negarse en relación con los demás mercados financieros, se presenta de modo más acuciante en el mercado de renta fija nacional. Todo ello, a la luz de las reformas introducidas por la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003 («Directiva 2003/71/CE») sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o de admisión a cotización de valores, a cuyo amparo, y sin entrar en detalle:

- (i) Las ofertas de valores autorizadas en otros estados miembros podrán realizarse en España sin que puedan ser objeto de requisito de información adicional alguno o de aprobación ulterior por nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores («CNMV»); y
- (ii) Para las ofertas de determinadas categorías de valores (entre ellos, aquellos valores distintos a las acciones cuyo nominal sea de, al menos, 1.000 euros; es decir, el grueso de los mercados de renta fija) se permite al emisor u oferente elegir el estado de origen de su emisión u oferta y, en consecuencia, la autoridad supervisora competente.

En suma, y a la vista de los dos grandes principios expuestos, la aplicación en la Comunidad (una vez llevada a cabo la oportuna trasposición) de lo recogido en la Directiva 2003/71/CE va, sin duda, a intensificar la competencia entre los mercados

comunitarios por hacer suyas las ofertas públicas y admisiones a negociación de valores de renta fija, objetivo éste para cuya consecución se ofrecerán marcos legales más baratos y ágiles que, de no hallar respuesta en los mercados españoles y su regulación, podrían traer consigo la pérdida de un negocio de importante crecimiento en nuestro país.

Baste recordar a este respecto que en el año 2004 las emisiones de renta fija privada alcanzaron en España la cifra de 328.202 millones de euros (lo que supuso un crecimiento del 44 % respecto al volumen emitido en 2003), superando, asimismo, el saldo vivo en circulación los 300.000 millones de euros (cifra notablemente superior a los 200.000 millones del año anterior).

Nos hallamos, en consecuencia, ante un sector del mercado financiero de importancia creciente que, dadas las reformas impulsadas desde las instancias comunitarias, ha requerido la intervención del legislador español, quien está tratando de ofrecer un mercado atractivo para los emisores y oferentes a través de la reducción de los costes de emisión, como se analizará en posteriores apartados.

Es a esta eliminación de requisitos superfluos a la que responde el nuevo artículo 30.ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores («LMV»), introducido por el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, convalidado (de conformidad con lo dispuesto en el artículo 86.2 de la Constitución) el 7 de abril de 2005. La utilización de un instrumento como el del Real Decreto-Ley, de carácter excepcional y que debe responder a situaciones de extraordinaria y urgente necesidad, se ha fundamentado, a tenor de lo recogido en su propia Exposición de Motivos, en el grave riesgo de inmediata deslocalización de las emisiones y las admisiones a cotización de valores hacia mercados con condiciones más favorables. En cualquier caso, y quizá también por la urgencia en la preparación y tramitación de la reforma, el artículo 30.ter de la LMV adolece de ciertas deficiencias que el propio legislador está tratando actualmente de solventar.

Modificaciones introducidas por el artículo 30.ter de la LMV. Eliminación de requisitos injustificados

Como ya se ha mencionado, el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, viene a dar respuesta a la preocupación manifestada por el Gobierno en relación con los mercados de renta fija privada y la necesaria flexibilización de su régimen a fin de evitar la migración de emisores a otras jurisdicciones

comunitarias menos exigentes. De este modo, y excediendo de lo que podría considerarse una mera trasposición de la Directiva 2003/71/CE, el Real Decreto-Ley 5/2005 ha tratado de eliminar de nuestro ordenamiento aquellos requisitos de las emisiones de valores de renta fija privada que, careciendo de justificación alguna desde el punto de vista del correcto funcionamiento del mercado y de la protección del inversor, venían obstaculizando la competitividad de este importante sector de nuestros mercados financieros.

Es en este esfuerzo de flexibilización en el que se encuadra el nuevo artículo 30.ter de la LMV introducido por el referido Real Decreto-Ley, único integrante, a su vez, del nuevo Capítulo II del Título III de la LMV, en el que se elimina la necesidad de que las emisiones de «obligaciones u otros títulos que reconozcan o creen deuda» consten en escritura pública, sin que se requiera, tampoco, inscripción de la emisión en el Registro Mercantil ni su publicación en el Boletín Oficial de dicho registro.

No obstante el loable propósito del legislador manifestado en este precepto, sus términos no han resultado igual de afortunados y plantea diversas cuestiones que no hallan una respuesta clara en su redacción, cuestiones todas ellas que giran en torno a su ámbito de aplicación. Dicho ámbito viene, en principio, recogido en los apartados 1 y 2 del artículo, sin que resulte, sin embargo, expresamente regulado el carácter cumulativo o independiente de los requisitos incluidos en dichos apartados.

Así, de conformidad con el apartado 1 señalado, el régimen de flexibilización previsto en el artículo 30.ter será de aplicación a las emisiones de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda, que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión o negociación en un mercado secundario oficial y respecto de los cuales se exija la elaboración de un folleto en los términos recogidos en el nuevo Capítulo I del Título III de la LMV. A esta delimitación, en principio clara, del apartado 1, añade el precepto, en su numeral 2, que lo dispuesto en el referido artículo será aplicable a las emisiones de obligaciones previstas en el Capítulo X del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, cuando el emisor fuera una sociedad cotizada, y a las emisiones de obligaciones previstas en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre.

La delimitación del campo de aplicación del precepto llevada a cabo por los dos apartados referidos plantearía las siguientes dificultades:

(i) En primer lugar, no se ofrece una definición de qué ha de entenderse por «obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda». Bien es verdad que se señala expresamente que carecerán de tal naturaleza los valores participativos, pero hemos de recordar que el artículo 30.ter no ofrece una descripción de cuáles son tales valores participativos.

En efecto, la única definición ofrecida en la LMV (en su nueva redacción fruto de las modificaciones introducidas por el Real Decreto-Ley 5/2005) de la expresión «valores participativos» se recoge en su nuevo artículo 26.2, a cuyo tenor se entenderá por tales valores las «acciones y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor». No obstante, esta definición no parece haber sido construida con carácter general, sino con efectos ciertamente limitados a lo dispuesto en el propio artículo 26.2, sin posibilidad de extensión, en principio, y salvo remisión expresa de aquéllos, a otros preceptos de la LMV. En consecuencia, y en puridad de técnica legislativa, habría sido deseable que el legislador en su redacción del artículo 30.ter de la LMV hubiera llevado a cabo dicha remisión, a fin de salvar la expresión «valores participativos» de la indefinición a la que ha resultado abocada y ayudar, en suma, a la delimitación clara de los valores objeto de regulación en tal precepto.

(ii) A la indefinición de la naturaleza de los valores se añadiría, asimismo, la relativa al propio emisor y a las características de la emisión.

Así, en cuanto a la figura del emisor, de interpretarse los requisitos recogidos en los apartados 1 y 2 del artículo 30.ter de forma cumulativa, debería concluirse, en lo que se refiere a las sociedades anónimas, que únicamente aquellas que fueran sociedades cotizadas podrían beneficiarse de la exención de los requisitos de escritura pública, inscripción en el Registro Mercantil y publicación en el *BORME* a los que nos hemos referido, siempre que, a su vez, concurren las exigencias previstas en el apartado 1 del precepto (es decir, que se trate de una emisión objeto de oferta pública de venta o de admisión

a negociación respecto de la que se exija la elaboración de un folleto). De este modo, la flexibilización promovida por el artículo 30.ter no alcanzaría a aquellas emisiones que, pese a cumplir con todos los requisitos exigidos bajo el apartado 1, fueran llevadas a cabo por sociedades anónimas no cotizadas.

Este indeseable efecto debería inclinarnos hacia una interpretación de ambos apartados de forma separada. De hecho, el tenor literal del precepto no impide la consideración alternativa de sus dos primeros apartados, consideración ésta que llevaría a aceptar en el marco del ámbito de aplicación de la norma, tanto las emisiones sometidas a verificación del correspondiente folleto (ya se trate su emisor, de ser una sociedad anónima, de una entidad cotizada o no), como aquéllas que se realicen por sociedades anónimas cotizadas o entidades sometidas a la Ley 211/1964, de 24 de diciembre (con independencia, en este caso, de que exijan o no la aprobación de un folleto).

Dudas suscita también la mención de la exigencia de elaboración de un folleto en los términos dispuestos en el Capítulo I del Título III de la LMV. Si nos atenemos a la regulación de dicho Capítulo I, bien es verdad que en él se hace referencia, no sólo al folleto objeto de aprobación por la CNMV, sino también a aquél que sea aprobado por la autoridad competente del estado de origen; no obstante, únicamente es objeto de regulación en cuanto a su exigibilidad y requisitos básicos (como no podía ser de otro modo) el folleto que ha de ser objeto de aprobación por la CNMV.

En consecuencia, la mención del artículo 30.ter a aquellas emisiones respecto de los cuales se exija la elaboración de un folleto no deja de ser equívoca, en tanto en cuanto no resulta especificado si dicho folleto habrá de ser un folleto objeto de aprobación por la CNMV, o si también las ofertas públicas o admisiones a cotización objeto de un folleto aprobado por las autoridades competentes de otro estado miembro podrán verse beneficiadas de lo dispuesto en el precepto.

En este sentido, y a efectos de valorar la relevancia de la cabida o no de los folletos aprobados por otros estados miembros bajo el término «folleto» utilizado en el artículo 30.ter, baste recordar la posibilidad de elección que la Directiva 2003/71/CE concede, entre otros, a todo

emisor u oferente de valores no participativos cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a 1.000 euros, para optar como estado de origen (y, por tanto, estado competente para la aprobación del folleto) entre: (i) el estado miembro donde el emisor tenga su domicilio social; (ii) aquél en el que los valores vayan a ser admitidos a cotización; o (iii) aquél donde los valores se oferten al público. Así, una medida como la recogida en el artículo 30.ter, de no ser aplicable a aquellos folletos que no fueran objeto de aprobación por la CNMV, traería consigo un incentivo para aquellos emisores domiciliados en nuestro país (y por tanto sujetos a los requisitos de nuestra legislación en cuanto al régimen de los valores emitidos) para optar por España como estado de origen y someter a la aprobación de la CNMV el correspondiente folleto.

A las insuficiencias anteriormente descritas en relación con los requisitos y ámbito de aplicación del régimen previsto por el artículo 30.ter de la LMV, insuficiencias todas ellas puestas de manifiesto por los operadores de los mercados financieros, está tratando de responder nuestro legislador a través de las oportunas modificaciones a este precepto que se prevé sean aprobadas próximamente.

Proyecto de Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades Gestoras. Una oportunidad para eliminar incertidumbres

El Proyecto de Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades Gestoras aprobado por el Congreso de los Diputados en su sesión del pasado 30 de junio, y que se encuadra asimismo entre las cien medidas para la mejora de la productividad a las que se ha hecho referencia con anterioridad, recoge en su Disposición Final Tercera una nueva redacción del artículo 30.ter de la LMV que trata de dar respuesta a las incertidumbres suscitadas por los términos de dicho artículo recogidos en el Real Decreto-Ley 5/2005.

Así, de conformidad con el nuevo texto del precepto, las cuestiones planteadas a raíz de lo dispuesto en el Real Decreto-Ley 5/2005 se resolverían en los términos que se exponen a continuación (los cuales coinciden en gran medida con la interpretación del artículo 30.ter en su redacción actual publicada por la CNMV en su página *web*).

En cuanto al ámbito de aplicación del régimen de flexibilización previsto en dicho artículo resultarían confirmadas las siguientes cuestiones:

(i) Se elimina la exigencia de que las sociedades anónimas emisoras u oferentes hayan de ser sociedades cotizadas para poder acogerse al artículo 30.ter LMV. Ello no obstante, dichas emisiones habrán de cumplir con los requisitos previstos en el vigente apartado 1 del referido artículo (ahora párrafo primero del mismo apartado), en lo que se refiere a los valores objeto de emisión y al carácter de ésta, como ya se ha analizado anteriormente. También podrán acogerse al mismo régimen (habiendo cumplido idénticos requisitos) las emisiones de obligaciones previstas en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre.

(ii) Se incluye una remisión expresa al artículo 26.2 de la LMV en relación con la identificación de qué debe entenderse como «valores participativos» y, en consecuencia, quedar al margen de lo previsto en este precepto 30.ter de la LMV. Con ello se eliminarían las dudas suscitadas por la limitada aplicación del artículo 26.2 entendido en su literalidad.

En lo relativo a la exigencia de la elaboración de un folleto para que la correspondiente oferta pública o solicitud de admisión a negociación pueda acogerse al artículo 30.ter, la nueva redacción del precepto viene a recoger claramente que habrá de tratarse de un folleto sujeto a aprobación y registro por la CNMV. De este modo, se ofrece un aliciente no poco relevante a los emisores españoles para que opten por nuestro país como estado de origen de la emisión y, en consecuencia, sea la CNMV la autoridad supervisora competente.

La necesaria colaboración del supervisor

La reforma operada por el artículo 30.ter LMV constituye, en suma, la respuesta del legislador a una necesidad expresada por nuestros mercados financieros, en un momento en el que la renta fija ha incrementado notoriamente su relevancia en términos absolutos y relativos en relación con los demás valores negociados en nuestros mercados.

Asimismo, y de modo paralelo a la labor del legislador, también las autoridades supervisoras, como no podía ser de otro modo, han tratado de contribuir a la flexibilización del mercado español de renta fija. En este sentido, a principios de año se creó un grupo de trabajo para la mejora de la competitividad del Mercado Español de Renta Fija que, presidido por la CNMV e integrado por técnicos de dicha Comisión y de AIAF Mercado de Renta Fija, ha centrado sus objetivos en la agilización de los trámites

de verificación y registro por la CNMV de los folletos de emisión, mediante el diseño de folletos-tipo estandarizados para el mayor número posible de valores y la reducción de tasas de la Comisión por emisión y admisión a negociación.

Este objetivo de agilización en la tramitación de las emisiones ante la CNMV ha dado lugar a que a fecha de hoy contemos con folletos-tipo estandarizados para un gran número de valores de renta fija. En concreto, se ha procedido a la estandarización de la denominada «Nota de Valores» y de las «Condiciones Finales» para bonos y obligaciones, simples o subordinadas, cédulas hipotecarias y cédulas territoriales, sobre la base de los requerimientos de información exigidos por el Reglamento Comunitario 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004 (redactado en desarrollo de lo dispuesto en la Directiva 2003/71/CE), tanto para el supuesto de emisiones puntuales como para las realizadas al amparo de un programa. Bien es verdad que la utilización de estos modelos tiene carácter voluntario para los emisores, puesto que la normativa comunitaria no permite que se impongan de manera obligatoria, pero ello no obsta a que la utilización de tales modelos vaya a permitir a los emisores un ahorro de costes en estas operaciones y una reducción en los plazos de elaboración y registro.

Finalmente, y como medida complementaria, también ha sido impulsada por el Gobierno, a instancias de la CNMV, una profunda revisión de las tasas que la Comisión aplica a determinadas actividades en el mercado de renta fija. En concreto, se acometen reducciones sustanciales en dos de sus tasas; por una parte, se reducen prácticamente a la mitad los ingresos procedentes de la supervisión de Iberclear cuando los valores anotados sean de renta fija, y por otra, se establece una cuota máxima de 9.000 euros a la tasa aplicable por la CNMV en concepto de verificación de requisitos de admisión de negociación de valores en AIAF. Todo ello supondrá una reducción sustancial de costes para las entidades que supera los 8 millones de euros, según los datos de 2004.

IRANTZU IRASTORZA MARTÍNEZ (*)

* Abogada del Departamento de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).