

Desgraciadamente, la normativa española carece de una norma de conflicto *stricto sensu* en materia de mercado de valores y únicamente incluye disposiciones atributivas de competencia a la legislación española. El art. 3 de la Ley del Mercado de Valores establece que «Las disposiciones de la presente Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en territorio español». No obstante, esta norma viene a consagrar la regla de la *ley del mercado afectado* o *ley del mercado al que se dirige la emisión* como norma de conflicto aplicable si se multilateraliza el principio en ella recogido. Por tanto, si aceptamos que el sindicato de obligacionistas y el comisario son instrumentos cuya finalidad última es la protección de los inversores, en una emisión de obligaciones dirigida al mercado norteamericano, será la legislación de este estado la que determine el sistema de protección de los inversores sin que, por tanto, sean de aplicación los arts. 283.2 y 295 y ss. de la LSA o los arts. 6 y ss. de la Ley 211/1964, aunque el emisor sea una entidad española. Cualquier otra solución carecería no solo de sentido sino de justificación.

También sustenta esta solución el que la legislación del país al que se dirija la emisión disponga de instituciones «equivalentes» encaminadas a la protección de los inversores, como es el caso de la ya mencionado *Trust Indenture Act* de 1939 en las emisiones de obligaciones dirigidas al mercado minorista norteamericano. Esto demuestra que la no constitución de un sindicato de obligacionistas no responde a un ánimo defraudatorio de la normativa española sino que es una respuesta a un conflicto de leyes.

Finalmente, hay que apuntar que la solución aquí expuesta solo podría atacarse por la vía de la reserva de orden público y del fraude de ley previstos en los arts. 12.3 y 12.4 del Código Civil. No parece sin embargo que ninguno de estos preceptos tengan cabida en operaciones como las aquí planteadas que ni se llevan a cabo con ánimo de defraudar ley alguna ni parece que supongan la violación del orden público español en el que la restrictiva configuración jurisprudencial parece dejar fuera de su campo a instituciones como el sindicato de obligacionistas y el comisario.

JAIME PEREDA ESPESO*

LAS EMISIONES DE VALORES DE DEUDA POR ENTIDADES ESPAÑOLAS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES NORTEAMERICANOS

Introducción

En nuestro artículo publicado en el número 9 de Actualidad Jurídica (año 2004) anticipábamos que, como consecuencia de una serie de reformas legislativas introducidas desde final del año 2002 y durante el 2003 en nuestro ordenamiento, era previsible que las estructuras de captación de recursos en los mercados internacionales de capitales de las entidades de crédito y las grandes empresas españolas sufriesen un desplazamiento progresivo hacia España, en particular mediante la utilización de sociedades emisoras españolas. Transcurridos dos años desde la publicación de aquel artículo, se han confirmado nuestras impresiones. Actualmente, la práctica totalidad de las emisiones de valores de deuda y de participaciones preferentes destinadas a inversores extranjeros realizadas por grupos españoles se realizan a través de sociedades constituidas en España. Además, muchos grupos han optado por trasladar a España sus sociedades emisoras que habían sido constituidas en otras jurisdicciones.

Entre las emisiones realizadas por estos grupos españoles, destacan en particular las realizadas con destino al mercado norteamericano. Desde septiembre de 2005, varias entidades de crédito y alguna sociedad cotizada han realizado emisiones de valores de deuda por importe superior a 25.000 millones de dólares y es previsible que otras entidades lancen a este mercado nuevas emisiones en los próximos meses. El auge de este tipo de operaciones resulta de la combinación de tres elementos. En primer lugar, del régimen fiscal introducido por la disposición adicional tercera de la Ley 19/2003, de 4 de julio sobre régimen jurídico de los movimientos de capital y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capital, que permite el abono de intereses derivados de valores de deuda emitidos por determinadas entidades españolas sin retención a la mayor parte de inversores extranjeros, en las condiciones que más adelante señalaremos y entre las que ahora apuntamos la necesidad de proporcionar a las autoridades fiscales españolas determinada información sobre la identidad y residencia de los titulares de los valores emitidos. En segundo lugar, de la fortaleza de la demanda americana de este tipo de productos, que permite la colocación de un importante volumen de deuda entre un número reducido de inversores institucionales en un corto período de

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

tiempo. Y, en tercer lugar, por la existencia de un sistema informático desarrollado por la cámara de compensación norteamericana a través de la cual se liquidan todas estas emisiones (i.e. The Depository Trust Company, más conocida como «DTC») —en colaboración con la entidad Acupay Systems LLC— que permite la obtención de la información relativa a los titulares de los valores necesaria para que el grupo emisor pueda cumplir a tiempo con sus obligaciones de suministro de información y, en su caso, de retención sobre las rentas obtenidas por los inversores frente a las autoridades fiscales españolas. En este artículo analizaremos los aspectos jurídicos y fiscales más importantes de este tipo de emisiones desde la perspectiva española.

Los requisitos establecidos por la Ley 19/2003

Introducción

La estructura general de las emisiones destinadas al mercado americano no difiere de la de las operaciones similares diseñadas para el mercado europeo. Generalmente, los grupos españoles han optado por constituir una sociedad de nueva creación que es la que actúa como entidad emisora de los valores. Por su parte, la matriz del grupo (como veremos, necesariamente una entidad de crédito o una sociedad cotizada) presta una garantía en favor de los titulares de los valores que hayan de emitirse. En algunas ocasiones, no obstante, se ha optado por realizar la emisión de forma directa por la entidad dominante del grupo, sin recurrir a la constitución de una sociedad de objeto exclusivo.

En todo caso, uno de los aspectos fundamentales de este tipo de emisiones es el cumplimiento de los requisitos establecidos por la Ley 19/2003 para que resulte de aplicación su régimen fiscal. Como es sabido, la disposición adicional tercera de la Ley 19/2003 modificó la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, mediante la introducción de una nueva disposición adicional segunda (a la que en este artículo haremos referencia también como la «Ley 19/2003», tal y como se viene haciendo en la práctica). Esta nueva disposición adicional segunda consta de siete apartados: el primero se refiere a los requisitos que han de cumplir las participaciones preferentes para computar como recursos propios de primera categoría de los grupos de entidades de crédito; el segundo regula el régimen fiscal de las participaciones preferentes; el tercero establece la obligación de la entidad de crédito dominante de

proporcionar a la Administración tributaria determinada información sobre los titulares de valores; el cuarto establece la aplicabilidad de la propia disposición cuando la entidad dominante sea extranjera.

Los apartados 5 y 6, que son los que ahora nos interesan y que fueron modificados por la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad, extienden el régimen fiscal de las participaciones preferentes y las obligaciones de información a emisiones de instrumentos de deuda por entidades de crédito y sus filiales que tengan por objeto exclusivo realizar este tipo de emisiones (apartado 5) y a las emisiones de participaciones preferentes o instrumentos de deuda por sociedades cotizadas o filiales de éstas (apartado 6). Su texto es el que sigue a continuación. El apartado 7, introducido por la Ley 62/2003 y al que haremos referencia más adelante, establece la no aplicabilidad de la limitación impuesta por razones de capital y de reservas en los artículos 282 y 289 de la Ley de Sociedades Anónimas ni en relación con la sociedad emisora ni con la sociedad dominante garante de la emisión.

«5. El régimen previsto en los apartados 2 y 3 de esta disposición será también aplicable a las emisiones de instrumentos de deuda realizadas por entidades que cumplan los requisitos de la letra a) del apartado 1 y que coticen en mercados organizados. Además, en el caso de emisiones realizadas por una entidad filial su actividad u objeto exclusivo será la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros y deberán cumplirse los requisitos de cotización en mercados organizados y de depósito permanente y garantía de la entidad dominante que se establecen en las letras g) y b) de dicho apartado. Igualmente, resultará aplicable el citado régimen a los valores cotizados en mercados organizados y emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria, regulados por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria y a fondos de titulización de activos regulados por la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

6. Lo dispuesto en esta disposición adicional será aplicable, igualmente, a las participaciones preferentes o a otros instrumentos de deuda emitidos por entidades cotizadas que no sean de crédito o por una

sociedad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la consideración de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades cotizadas que no sean de crédito. En estos casos, para proceder a la amortización anticipada no será necesaria la autorización prevista en la letra f) del apartado 1, y no será de aplicación el límite establecido en la letra i) del mismo apartado 1».

De acuerdo con lo establecido en el apartado 5, los requisitos que deben cumplir las emisiones de deuda de los grupos de entidades de crédito para que les resulte de aplicación la Ley 19/2003 se refieren a (i) la identidad del emisor, (ii) la cotización de los valores emitidos en mercados secundarios organizados y, en el caso de emisiones indirectas, (iii) el depósito permanente de los fondos y (iv) la prestación de una garantía. Respecto de las emisiones realizadas por grupos de sociedades cotizadas, los requisitos relativos a emisiones de deuda son, por remisión, idénticos (aunque la redacción de la norma puede plantear una diferencia en relación con la identidad emisora, a la que más adelante haremos referencia). A continuación analizamos con más detalle cada uno de estos requisitos de aplicabilidad de la Ley 19/2003.

La entidad emisora

El régimen fiscal establecido en la Ley 19/2003 sólo se aplica a emisiones realizadas directamente por una entidad de crédito o una sociedad cotizada que no sea de crédito, o por una filial de cualquiera de ellas participada, directa o indirectamente, al cien por cien. Esta filial podría estar constituida tanto en España como en un territorio de la Unión Europea que no tenga la consideración de paraíso fiscal. Dado que las sociedades de responsabilidad limitada no pueden acordar ni garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones, en las emisiones indirectas la filial española tendrá la forma de sociedad anónima (aunque teóricamente podría adoptar otras formas, como la de sociedad comanditaria por acciones).

De la redacción del apartado 5 de la disposición se desprende claramente que la filial de una entidad de crédito que pretenda realizar una emisión sujeta a la Ley 19/2003 ha de tener un objeto o actividad exclusivo consistente en la emisión de participaciones preferentes e instrumentos financieros. El apartado 6, sin embargo, al hacer referencia a la posibilidad de que las emisiones sean realizadas por filiales de sociedades cotizadas omite la necesidad de que

éstas tengan aquel objeto o actividad exclusivos. La ausencia de esta mención podría dar a entender que una filial operativa de una sociedad cotizada está facultada para realizar emisiones al amparo de la Ley 19/2003, siempre y cuando estuviese íntegramente participada, de modo directo o indirecto, por la sociedad cotizada. En contra de esta interpretación, sin embargo, podría argumentarse que el requisito del objeto o actividad exclusivos debe entenderse aplicable por integración del contenido global de la norma. La cuestión, por tanto, no está exenta de dudas. Lo cierto es que no se aprecia ninguna razón que justifique la existencia de dos regímenes dispares en este aspecto, más allá, quizás, de la intención de aislar las emisiones realizadas por los grupos bancarios en entidades de objeto exclusivo. En todo caso, las entidades que han recurrido a una filial para realizar las emisiones, ya sean entidades de crédito o sociedades cotizadas, han optado por una sociedad dedicada específicamente a esta actividad, por lo que esta problemática no se ha suscitado. No está de más recordar, por otra parte, que la interpretación que prevalezca también determinará los requisitos que han de cumplir las filiales de sociedades cotizadas que no estén sujetas al límite establecido en el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas para la emisión de obligaciones sujetas a la Ley 19/2003, tal y como se señala más adelante.

En la práctica normalmente se plantea la cuestión de si resulta más conveniente realizar la emisión directamente por la matriz del grupo consolidado o constituir una sociedad especial para este fin. La experiencia demuestra la preferencia por parte de los emisores a recurrir a la creación de nuevas sociedades destinadas específicamente a realizar las emisiones. El principal argumento a favor de esta opción radica, sin duda, en la mayor flexibilidad para la adopción de los correspondientes acuerdos sociales y, en general, en todo el proceso de emisión. Sin embargo, también es cierto que no existe ningún impedimento insalvable para realizar las emisiones de forma directa y, de hecho, alguna entidad ha optado por esta alternativa. Precisamente, uno de los objetos de la reforma introducida en 2005 en los apartados 5 y 6 de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 consistió en clarificar que el régimen fiscal de la norma resultaba aplicable a las emisiones de valores realizadas por la matriz del grupo, y no sólo a través de filiales. Esta cuestión, por otra parte, ya había sido aclarada en sentido positivo respecto de las emisiones de instrumentos de deuda realizadas por entidades financieras mediante la contestación emitida por la

Dirección General de Tributos a consulta vinculante n.º V0172-05, de 9 de febrero de 2005.

Conviene destacar que ninguna de estas entidades emisoras está sujeta al límite establecido en el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas para la emisión de obligaciones ni, respecto de las cajas de ahorro, al límite descrito en el número 2 del artículo 1.º de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindicato de obligacionistas. En el caso de las entidades de crédito, así lo establece la disposición adicional cuarta de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito. Para las sociedades cotizadas, el artículo 111 bis de la Ley del Mercado de Valores, introducido por la Ley 62/2003, declaró que aquel límite no les resulta de aplicación. Y, finalmente, el apartado 7 de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, también introducido por la Ley 62/2003, eliminó el citado límite respecto de las emisiones de instrumentos de deuda realizadas por las entidades a las que se refieren los apartados 5 y 6 de la misma disposición, que son precisamente los que estamos analizando.

Hay que reseñar, en todo caso, que el apartado 7 alude a las «emisiones de instrumentos de deuda a las que se refieren los dos apartados precedentes» y que, por tanto, contiene una exención objetiva y no meramente subjetiva de la limitación. Por ello, mientras que en las sociedades cotizadas y entidades de crédito los límites indicados no resultan de aplicación en cualquier emisión de obligaciones que realicen, en cambio ha de interpretarse que las filiales que reúnan los requisitos indicados en los apartados 5 y 6 sólo estarán libres de esta limitación por lo dispuesto en el apartado 7 en la medida en que la emisión que realicen cumpla con los requisitos establecidos en la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985. Esta solución del legislador no deja de producir resultados curiosos. Así, por ejemplo, como ya hemos anticipado y desarrollaremos más adelante, la disposición adicional segunda exige que las obligaciones sujetas a su régimen estén admitidas a negociación en un mercado secundario organizado. Sin embargo, cuando la emisión es aprobada por los órganos de la filial, e incluso desembolsada, esas obligaciones todavía no estarán admitidas a cotización y a lo sumo existirá un compromiso de la entidad de procurar la admisión de los bonos a negociación en un futuro cercano. De este modo, una interpretación formalista de la norma podría llevar a la conclusión de que la emisión

en ese momento no cumpliría los requisitos necesarios para estar exenta de la aplicación del régimen del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas (salvo que, por ser su matriz una entidad de crédito y otorgar una garantía en relación con la emisión, resultase de aplicación el artículo 284.2 de la Ley de Sociedades Anónimas). Una interpretación más razonable parece que debiera concluir que el límite del artículo 282 no resulta de aplicación aún cuando la admisión a cotización sea obtenida en un momento posterior de la emisión. Esta solución, sin embargo, tampoco está exenta de dudas; una de ellas, por ejemplo, consiste en determinar cuál es la consecuencia de que el emisor no obtenga la emisión a cotización de los bonos; ¿ha de entenderse entonces que si el importe excedió el límite establecido en el artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas existe una nulidad sobrevinida parcial de la emisión? Estas reflexiones ponen de manifiesto que la solución establecida en el apartado 7 de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 parece haber sido concebida de un modo apresurado y sin que haya existido un análisis en profundidad de sus consecuencias. Quizás hubiese sido más adecuado establecer directamente la eliminación del límite del artículo 282 de la Ley de Sociedades Anónimas para las emisiones realizadas por filiales de sociedades cotizadas y entidades de crédito que cuenten con garantía solidaria e irrevocable de estas últimas.

Cotización en mercado organizados

Los valores emitidos deberán cotizar en «mercados secundarios organizados». Ni la Ley 19/2003 ni su normativa de desarrollo aclaran qué ha de entenderse por «mercados secundarios organizados», no habiéndose emitido ninguna consulta o resolución que clarifique este extremo. No obstante, parece plausible entender que todos aquellos mercados que cumplan los requisitos establecidos en la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, para ser considerados «mercados regulados» serían aptos para cumplir el requisito de cotización establecido por la Ley 19/2003. A efectos meramente prácticos, resulta extremadamente útil la lista que con carácter anual y por mandato de la propia Directiva publica la Comisión Europea y en la que figuran todos aquellos mercados que, en cada uno de los países miembros de la Unión Europea (UE), cumplen los requisitos para ser considerados «regulados».

Respecto de los mercados situados en países no pertenecientes a la UE, el artículo 19.6 de la Directiva

2004/39/EC considera «equiparables» a mercados «regulados» todos aquéllos situados en terceros países que cumplan requisitos similares a los recogidos en el Título III de la propia Directiva, al tiempo que impone a la Comisión la obligación de publicar y actualizar una lista de mercados «equivalentes» situados en países no pertenecientes a la UE. Sin embargo, esta lista no ha visto aún la luz. Hasta tanto llegue ese momento, parece razonable entender que los mercados situados en países miembros de la OCDE o que tengan suscrito un convenio para evitar la doble imposición con España podrían, potencialmente, considerarse aptos para cumplir el requisito de cotización que estamos analizando, si bien ello no sería óbice a la necesidad de llevar a cabo un examen pormenorizado caso por caso a fin de determinar si en un supuesto determinado se cumplen efectivamente los requisitos de «equivalencia» que establece la Directiva 2004/39/EC. En la práctica, los títulos emitidos en el mercado americano al amparo de la Ley 19/2003 se están haciendo cotizar en Londres, en concreto en el *London Stock Exchange Gilt Edged and Fixed Interest Market*, y, en algún caso, en la Bolsa de Nueva York.

Depósito permanente

De acuerdo con el apartado 1 b) de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 —referido a las participaciones preferentes, pero aplicable a las emisiones de deuda por remisión expresa del apartado 5 de la misma disposición adicional—, en los supuestos de emisiones realizadas por una entidad filial, «los recursos obtenidos deberán estar depositados en su totalidad, descontados los gastos de emisión y gestión, y de forma permanente, en la entidad de crédito dominante o en otra entidad del grupo o subgrupo consolidable». Cuando la emisión sea realizada por una filial de una sociedad cotizada, habrá de entenderse que el depósito permanente debe estar constituido en la propia sociedad cotizada o en una entidad de su grupo o subgrupo consolidable.

El mismo apartado 1 b) continúa señalando que el depósito deberá ser aplicado por la entidad depositaria a la compensación de pérdidas, tanto en su liquidación, como en el saneamiento general de aquélla o de su grupo o subgrupo consolidable, una vez agotadas las reservas y reducido a cero el capital ordinario. Este inciso claramente está pensando en las participaciones preferentes, que en el ámbito bancario es un valor que computa como recursos propios de primera categoría del grupo que los ha emitido siempre y cuando se cumplan determinadas condiciones y que, por tanto, tiene que estar disponible para la absorción de pérdidas. A pesar de ello, el apartado 5 de la dis-

posición adicional segunda simplemente señala que, en relación con la emisión de valores de deuda, el requisito de depósito permanente de la letra b) deberá cumplirse. Por ello, es necesario plantearse si la compensación de pérdidas es exigible o no cuando el depósito se ha constituido con los fondos obtenidos de una emisión de valores de deuda. A nuestro modo de ver, la respuesta ha de ser negativa. En efecto, en el caso de valores de deuda, carece de cualquier justificación la exigencia de que el depósito deba ser aplicado a la compensación de pérdidas de la sociedad matriz en los casos indicados en la norma. Lo contrario supondría requerir del titular del valor la asunción de un riesgo equivalente al que corresponde a una participación preferente, lo cual debería ir acompañado del correspondiente aumento del tipo de interés devengado por el valor. Esta circunstancia encarecería excesivamente el coste de este tipo de productos, haciéndolos prácticamente inviables para los emisores españoles. ¿Para qué iba querer una entidad española emitir valores de deuda con un tipo de interés similar a la remuneración de una participación preferente? Esta reducción al absurdo nos debe llevar a la conclusión necesaria de que, a pesar de que la norma no lo establece expresamente, este inciso final no resulta aplicable a las emisiones de valores de deuda. Por lo demás, esta es la postura adoptada en la práctica.

Garantía

El mismo apartado 1 b) establece que, en los supuestos de emisiones realizadas por una entidad filial, los valores deberán contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad de crédito dominante o de la entidad depositaria. Este requisito también resulta de aplicación a las emisiones de deuda por expresa remisión del apartado 5 de la disposición adicional segunda. En el caso de los grupos encabezados por una sociedad cotizada, habrá de ser ésta o la entidad depositaria la que preste la garantía. En el caso de las emisiones destinadas al mercado americano, esta garantía normalmente se sujeta a las leyes del Estado de Nueva York, aunque también existe algún precedente en el que ha sido sometida a ley española.

Términos y condiciones de las obligaciones

Los términos y condiciones de las obligaciones serán los establecidos para cada emisión en función de la situación del mercado en cada momento y los inversores específicos a los que esté destinada. En general, la determinación de estos términos y condiciones se realiza con gran flexibilidad en función de aquellos parámetros.

Desde esta perspectiva, quizás el elemento más importante a considerar es el sometimiento de aquellos términos y condiciones a la legislación del Estado de Nueva York. Está plenamente aceptado en nuestra doctrina más autorizada la posibilidad de remitir la dimensión contractual de las obligaciones emitidas por una entidad española a una normativa extranjera, al amparo de lo dispuesto en el Convenio de Roma de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales. Tal y como señala el profesor PAZ-ARES en «Un apunte sobre la ley aplicable a la emisión de obligaciones», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 15., 2000, págs. 219 y ss., la emisión de obligaciones es un negocio complejo al que resultan de aplicación al menos cuatro conjuntos normativos, cada uno de los cuales cuenta con su propio punto de conexión de derecho internacional privado. Las normas societarias que resultan de aplicación serán determinadas de acuerdo con la «*lex societatis*»; las normas del mercado de valores, de acuerdo con el mercado de destino de las obligaciones; el aspecto cartular de los bonos —esto es, su sistema de representación y la normativa sobre creación y circulación de los valores—, de acuerdo con el lugar de emisión —entendido como el lugar de entrega del título, ex artículo 10.3 del Código Civil—; y, finalmente, la dimensión contractual de las obligaciones, cuya normativa reguladora puede ser determinada por la autonomía privada de las partes de acuerdo con lo previsto en el Convenio de Roma sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (artículo 3). Es esta última, precisamente, la conexión que interesa a la hora de determinar los términos y condiciones que habrán de regir las obligaciones colocadas en un mercado extranjero. En este punto, conviene aclarar que el Convenio de Roma excluye la aplicación de sus disposiciones «a las obligaciones derivadas de letras de cambio, cheques y pagarés, así como de otros instrumentos negociables en la medida en que las obligaciones surgidas de estos otros instrumentos se deriven de su carácter negociable» (artículo 1.2 c). Aunque la redacción de esta disposición no es especialmente clara, el Convenio parece estar excluyendo de su ámbito de aplicación únicamente los aspectos cambiarios de este tipo de valores, debido a que existen una serie de convenios que reglamentan estas cuestiones (Convenio de Ginebra de 1930 sobre la letra de cambio y pagaré y Convenio de Ginebra de 19 de marzo de 1931 sobre la ley uniforme en materia de cheque). De acuerdo con esta interpretación, los aspectos contractuales de unas obligaciones emitidas por una sociedad española siguen rigiéndose

por el Convenio de Roma y, por tanto, será la voluntad de las partes la que determine en primer lugar la ley que les resulta de aplicación.

En todo caso, no está de más recordar que aunque se concluyese que la determinación de la ley aplicable a los aspectos contractuales de las obligaciones está excluida del ámbito del Convenio debido al contenido de su artículo 1.2 c), entonces resultaría de aplicación el artículo 10.5 del Código Civil. Este artículo establece que se aplicará a las obligaciones contractuales la ley «a la que las partes se hayan sometido expresamente», añadiendo como requisito adicional, respecto del régimen del Convenio de Roma, la existencia de una «conexión con el negocio». No cabe duda de que si las obligaciones están destinadas al mercado americano y sus suscriptores son entidades de esta nacionalidad, la ley del Estado de Nueva York tiene una evidente conexión causal con la emisión. En definitiva, por tanto, de seguir esta interpretación del artículo 1.2 c) del Convenio de Roma, que no compartimos, también llegaríamos a la conclusión de que el derecho español reconocería el sometimiento de las obligaciones emitidas, en lo que se refiere a su dimensión contractual entre el emisor y sus titulares, a las leyes del Estado de Nueva York.

Las obligaciones invariablemente se representan mediante títulos físicos nominativos, que son emitidos a nombre de un depositario de DTC (Cede & Co.). Por exigencias de DTC, normalmente se emiten varios títulos múltiples representativos, cada uno de ellos, de obligaciones con un importe nominal agregado de 500 millones de dólares. Posteriormente, DTC anotará en sus sistemas las posiciones de sus participantes, que a su vez mantendrán éstas por cuenta de sus clientes. En lo relativo a la representación de las obligaciones, y a pesar del sometimiento de las emisiones a una ley extranjera, podría plantearse si resulta de aplicación el artículo 291 de la Ley de Sociedades Anónimas (en las emisiones realizadas por cajas de ahorro, por remisión del artículo 12 de la Ley 211/1964), que establece las menciones que deben recoger los títulos representativos de la emisión, o si, por el contrario y por aplicación de lo dispuesto en el artículo 10.3 del Código Civil, todos los aspectos relativos a la creación y circulación de los valores emitidos se regirán por la ley del lugar donde se produzca la entrega del título. A nuestro modo de ver, esta última posición es la que debería prevalecer, de acuerdo con la conexión cartular de las obligaciones a la que nos acabamos de referir. Ello no obsta, sin embargo, para que, en la medida de lo posible y como cautela, en los títulos

físicos que se emitan a favor del depositario de DTC se incluyan las menciones exigidas por el artículo 291 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Otro elemento de especial importancia lo constituye el rango de las obligaciones. Los bonos emitidos bajo estas emisiones pueden ser tanto ordinarios (o «*senior*», en la terminología anglosajona) como subordinados. Generalmente, serán las entidades de crédito las que recurran a la emisión de obligaciones subordinadas con el objeto de aumentar los recursos propios de segunda categoría de su grupo consolidable. En este apartado, merecen una especial referencia los artículos 288 de la Ley de Sociedades Anónimas y 4 de la Ley 211/1964. El primero establece que «las primeras emisiones gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora», y el segundo que «las obligaciones tendrán prioridad, a contar desde la fecha de la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil, para hacer efectivo su importe respecto a los demás acreedores comunes de la entidad emisora cuyos créditos no tengan fecha cierta o la tengan posterior a la de aquel asiento [el de inscripción en el Registro Mercantil]». Como se puede apreciar, ambos artículos establecen, cada uno de ellos en su respectivo ámbito de aplicación, un privilegio que parece derivar de aquél del que antes de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, gozaban los créditos escriturarios y que, por tanto, entra en conflicto con el régimen de ésta. Ocurre, sin embargo, que la disposición derogatoria de esta última ley no ha declarado, al menos expresamente, la pérdida de vigencia de ninguno de estos artículos, por lo que puede plantearse si siguen resultando de aplicación o no en el aspecto que ahora más interesa. En nuestra opinión, la respuesta debe ser resueltamente negativa. El régimen de ambos preceptos se opone a la graduación de créditos establecida en los artículos 89 y siguientes de la Ley Concursal y, por tanto, es incompatible con lo en ella establecido. De acuerdo con lo previsto en la Ley Concursal, los créditos derivados de estas obligaciones deberán tener la consideración de ordinarios y como tales deben ser considerados, con independencia de lo que señalen los artículos antes mencionados. No debe olvidarse en este punto que, aunque la disposición derogatoria de la Ley Concursal no se haya ocupado de ambos preceptos —quizás por olvido del legislador—, sí contiene una regla general según la cual quedan derogadas cuantas normas se opongan o sean incompatibles con lo dispuesto en ella y, además, que su artículo 89.2 establece expresamente que «no se admitirá en el concurso ningún privilegio

o preferencia que no esté reconocido en esta ley». Por lo demás, la práctica confirma esta interpretación, no sólo en relación con las emisiones realizadas en los mercados internacionales sino también en las inscritas en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

A pesar del sometimiento general de las emisiones a una normativa extranjera, aquéllas suelen contar con un sindicato de obligacionistas constituido de acuerdo con la normativa española (ya sea la Ley de Sociedades Anónimas o la Ley 211/1964). Sin embargo, en su caso podría plantearse la realización de una emisión que prescindiera del mencionado sindicato y que en su lugar aplique la llamada «*US Trust Indenture Act*» de 1939, que exige el nombramiento de un «*trustee*» en las emisiones de obligaciones dirigidas al mercado minorista en los Estados Unidos. Este «*trustee*» desarrolla unas funciones que en parte son equivalentes a las del sindicato que de otro modo sería establecido en la normativa española y que en parte son incompatibles con la mera existencia de éste. Sobre esta cuestión, nos remitimos al artículo de Jaime Pereda publicado en este mismo número de Actualidad Jurídica.

Finalmente, conviene hacer referencia a un tipo especial de obligación respecto del cual una entidad acaba de completar la primera emisión realizada por un emisor español. Nos estamos refiriendo a los llamados bonos «extendibles» o prorrogables (conocidos como «*extendible notes*» en la terminología anglosajona). Se trata de una obligación que inicialmente es emitida por un período relativamente corto de tiempo (unos 13 meses), pero que otorga a su titular la facultad de extender sucesivamente la fecha de vencimiento mediante el envío de una notificación en cada período de intereses, y hasta un máximo de aproximadamente 5 años desde la fecha de emisión. Si un titular opta por no extender el plazo de los bonos de los que es titular, éstos tendrán como fecha de vencimiento la fecha original o, en su caso, aquella a la que su plazo hubiese sido prorrogado con anterioridad y pasarán a ser no prorrogables (*non-extendible notes*). El diferencial aplicado para el cálculo del tipo de interés variable de estos bonos es creciente, lo cual fomenta que los bonos sean extendidos en cada momento. Este tipo de emisiones presenta varias particularidades propias. Por un lado, a ciertos efectos son considerados como valores a corto plazo y por ello son comercializados a través de documentación más sencilla que la correspondiente a valores de medio o largo plazo. Por otro, la extensión de las obligaciones tiene diversas implicaciones fiscales que afectan en varios

aspectos a los procedimientos de obtención de información a los que luego haremos referencia.

Régimen fiscal de las emisiones

Tratamiento fiscal de las rentas obtenidas por los inversores

Como hemos adelantado al comienzo de este artículo, las emisiones de instrumentos de deuda realizadas al amparo de la disposición adicional tercera de la Ley 19/2003 gozan de un régimen fiscal privilegiado, que exime de tributación a los inversores no residentes en territorio español que no actúen, respecto de los valores emitidos, a través de un establecimiento permanente situado en dicho territorio. Quedan excluidos de este tratamiento todos aquellos inversores que sean residentes u obtengan los rendimientos a través de países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales, o que no acrediten su residencia fiscal en la forma y de acuerdo con los procedimientos previstos en el Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio (a los que nos referiremos seguidamente), los cuales percibirán los citados rendimientos una vez practicada la retención al tipo que en cada caso resulte aplicable (actualmente el 15%, si bien está previsto que aumente al 18% a partir de 1 de enero de 2007).

Las obligaciones de obtención de información de la Ley 19/2003 y los procedimientos establecidos por DTC en las emisiones de deuda realizadas en el mercado norteamericano

Como es sabido, la Ley 19/2003 impone una serie de obligaciones de información sobre la entidad de crédito dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito o sobre la entidad cotizada titular de los derechos de voto del emisor, según cada caso, en virtud de las cuales dichas entidades han de suministrar determinada información a las autoridades fiscales españolas relativa a la identidad y residencia de los titulares (*beneficial owners*, de acuerdo con la terminología que se viene empleando en la documentación de las emisiones) de los valores emitidos. Hubo que esperar prácticamente un año desde la entrada en vigor de la Ley 19/2003 para que el legislador, mediante el Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio —que modificó, a su vez, el Real Decreto 2281/1998, de 23 de octubre, norma a la que nos referiremos en adelante—, desarrollara el procedimiento a través del cual habría de obtenerse la citada información así como los plazos y modelos en que ésta habría de ponerse a disposición de la Hacienda española por parte de las entidades obligadas a ello.

El funcionamiento de los citados procedimientos fue ampliamente comentado en nuestro artículo publicado en el número 9 de Actualidad Jurídica, y en él manifestábamos nuestra confianza en que la implantación de dichos procedimientos en las futuras emisiones pudiera llevarse a cabo de forma satisfactoria en un breve plazo de tiempo, y ello a pesar de las dudas e interrogantes que planteaban algunas de las previsiones establecidas en la citada norma.

Transcurridos algo más de dos años desde la publicación del Real Decreto 2281/1998, podemos afirmar sin miedo a equivocarnos que la apertura del mercado estadounidense de deuda para los emisores españoles ha sido posible gracias, en buena medida, al desarrollo y puesta en marcha por parte de DTC de unos procedimientos de acreditación de la identidad y residencia de los titulares de los valores que en nuestra opinión cumplen a la perfección con los requerimientos establecidos por la Ley 19/2003 y el Real Decreto 2281/1998.

A este respecto, no está de más recordar que el apartado 4 del artículo 12 del Real Decreto 2281/1998 vincula la obtención de información relativa a la identidad y residencia fiscal de los titulares de los valores a la mecánica a través de la cual han de aplicarse las correspondientes retenciones sobre las rentas satisfechas a dichos inversores, al establecer que la «devolución» del importe del rendimiento inicialmente retenido por el emisor tendrá lugar, en su caso, una vez que éste haya recibido la documentación acreditativa de la residencia fiscal del titular no residente.

En las emisiones realizadas al amparo de la Ley 19/2003 se planteó pues la necesidad de conciliar dos intereses aparentemente contrapuestos; de una parte, en cumplimiento del apartado 4 del artículo 12, el emisor se veía en la obligación de retrasar el pago del importe inicialmente retenido hasta tanto hubiera podido verificar el contenido de la documentación relativa a los inversores que, de manera casi manual, era elaborada y remitida por las entidades financieras que actuaran como custodios por cuenta de sus clientes, lo que en condiciones normales acarrearía que la citada devolución no pudiera llevarse a cabo antes de transcurridos al menos uno o dos días desde la fecha de pago del cupón; de otra parte, la imposibilidad, por razones de práctica de mercado, de retrasar la devolución del importe retenido más allá de la fecha de pago del cupón exigía que el emisor hubiera completado la revisión de la citada documentación en la misma mañana del

día del pago, para lo cual resultaba a su vez materialmente necesario que la información fuera remitida por los intermediarios financieros antes de esa fecha (esta práctica, como es obvio, llevaría a poner en cuestión la veracidad y la exactitud de los datos suministrados por las entidades financieras intermediarias, habida cuenta de que entre el momento de remisión de dicha información y la fecha de pago del cupón sería factible un cambio en la titularidad del bono, con el consiguiente riesgo para la entidad emisora de practicar e ingresar retenciones en cantidad inferior a la que estaría realmente obligada).

La inexistencia de un procedimiento que permitiera solventar el problema apuntado fue, nos atrevemos a decir, una de las principales dificultades con la que se encontraron las entidades españolas a la hora de lanzar sus emisiones de deuda en el mercado americano. Estas dificultades parecen haber encontrado solución en los procedimientos operativos diseñados por DTC en septiembre de 2005 a fin de cumplir con las exigencias de la normativa fiscal española, y que, con apenas modificaciones, han venido siendo empleados con éxito en todas las emisiones de deuda española (entre las que se incluyen las de bonos extendibles o prorrogables —*extendible notes*—) dirigidas durante el último año a inversores norteamericanos.

Más allá del exitoso funcionamiento de estos procedimientos (para cuya descripción nos remitimos al artículo publicado por Jesús López Tello en el número 13 de Actualidad Jurídica), no queremos dejar pasar esta oportunidad para comentar y, en la medida de lo posible, aclarar algunas cuestiones planteadas al hilo del cumplimiento de las obligaciones de suministro de información recogidas en el Real Decreto 2281/1998, y que en parte tienen que ver con la defectuosa o incompleta redacción de algunos de los preceptos que regulan los mencionados procedimientos.

Uno de los asuntos que mayor polémica ha suscitado entre determinados emisores españoles gira en torno a la obligación que parece imponerse a las cámaras de compensación y depósito de valores extranjeras de certificar la identidad y la residencia de los titulares de los valores. En efecto, el artículo 12 del Real Decreto 2281/1998 establece, en su apartado 3 c), que «cuando se trata de operaciones canalizadas a través de una entidad de compensación y depósito de valores reconocida a estos efectos por la normativa española o por la de otro país miembro de la OCDE, la entidad en cuestión deberá, de acuerdo con lo que conste en sus propios registros, certificar el nombre

y residencia fiscal de cada titular de los valores, en la forma prevista en el Anexo II de la Orden de 16 de septiembre de 1991».

Si bien es cierto que la literalidad del precepto transcrito permitiría concluir que la normativa española hace recaer sobre las cámaras de compensación a través de las cuales se canalizan las emisiones de valores tanto en el mercado nacional como internacional (por citar sólo las más conocidas, DTC en Estados Unidos, *Euroclear* y *Clearstream* en el euromercado, e *Iberclear* en España), la obligación de certificar la identidad y residencia fiscal de los titulares de los valores depositados en sus sistemas, no lo es menos que el propio funcionamiento de las citadas cámaras permite poner en duda el verdadero alcance práctico de esta exigencia, como seguidamente veremos.

La redacción del precepto es poco afortunada, pues no sólo en la ya comentada letra c) sino también en la a) y la b) —que contemplan el supuesto de las entidades financieras que sean titulares de valores, ya sea en nombre propio o por cuenta de terceros— se emplea el término «deberá», resultando ciertamente dudoso que se pueda imponer una obligación de tal naturaleza a entidades no residentes en territorio español (siendo así, quizás hubiera sido más correcto usar la expresión «podrá»). Sin embargo, parece evidente, al menos en nuestra opinión, que en todos aquéllos casos en los que la identificación de los titulares de los valores pueda llevarse a cabo por las entidades financieras intermediarias de las operaciones —lo que en el supuesto de emisiones liquidadas a través de una cámara de compensación será el caso habitual puesto que sólo las entidades financieras pueden actuar como miembros o partícipes de la misma—, no será precisa una certificación adicional emitida por la cámara de compensación a través de la cual se canalicen dichas operaciones.

Dicho con otras palabras, la certificación de la identidad y residencia de los inversores y, por tanto, el cumplimiento de las obligaciones de información establecidas en el Real Decreto 2281/1998, puede llevarse a cabo por las entidades financieras a que se refieren las letras a) y b) del apartado 3 del artículo 12, resultando a todas luces innecesario acudir en ese caso de manera adicional a la vía recogida en la letra c) de ese mismo apartado, pues ello conllevaría la emisión de un nuevo certificado cuya utilidad práctica, como veremos a continuación, sería prácticamente nula.

Efectivamente, las cámaras de compensación y depósito de valores, por definición, desconocen

quiénes son los titulares últimos de los valores depositados en sus sistemas. En el caso de las emisiones de deuda españolas liquidadas a través de DTC, la entidad española emite un único título global que, como ya se ha señalado anteriormente, queda depositado en DTC, figurando como titular registral Cede & Co. —entidad que a estos efectos actúa como *nominee* de DTC—, y sobre el que poseen un interés beneficiario (*beneficial interest*) las entidades financieras que actúan como partícipes en DTC. Los partícipes, por su parte, pueden actuar, respecto de ese interés beneficiario en el bono depositado en DTC, en nombre propio o por cuenta de terceros, quienes a su vez, pueden o no ser los titulares jurídicos de los valores (a efectos de simplificar una cuestión que merecería un análisis más detallado, en adelante nos referiremos a los «titulares» de los valores en vez de a titulares de un interés beneficiario en un único bono). DTC, por tanto, desconoce la identidad y residencia de los titulares (*beneficial owners*) de los valores (única-mente le consta la identidad de las entidades partícipes y la posición que tiene cada una de ellas en los valores), pues se trata de información que en ningún caso consta en sus registros (situación ésta que, con carácter general, resulta igualmente predicable respecto de las restantes cámaras de compensación y depósito de valores). Por ello, parece ciertamente difícil que DTC, en el caso de las emisiones dirigidas al mercado americano, pueda certificar la identidad y residencia de dichos titulares, si no es acudiendo a una vía indirecta, que no sería otra que tomar la información contenida en las certificaciones previamente emitidas por sus partícipes (que sí disponen de ella), y emitir una certificación que consolidara dicha información. Se nos antoja una tarea que, además de incrementar de forma totalmente innecesaria a nuestro juicio la cantidad de documentación que se remitiría al emisor con ocasión de cada pago de rendimientos, exigiría el establecimiento de unos complejos mecanismos de garantía por las entidades partícipes en favor de la cámara de compensación, en la medida en que ésta se vería obligada a emitir su certificación tomando como soporte exclusivamente la información previamente remitida por sus partícipes, y no la contenida en sus propios registros, como por otra parte requiere el artículo 12.3.c).

Al hilo de esta polémica cuestión, no queremos dejar de hacer especial hincapié en el hecho de que, no obstante nuevamente la literalidad de las letras *a*) y *b*) del apartado 3 del artículo 12, no parece que la capacidad para emitir las certifi-

nes relativas a la identidad y residencia de los inversores deba restringirse a las entidades financieras intermediarias no residentes en España y, por tanto, negarse la posibilidad de emitir dichos certificados a las entidades financieras residentes en territorio español que posean valores emitidos al amparo de la Ley 19/2003, ya sea en nombre propio o por cuenta de terceros, operativa ésta que, si bien de forma aislada, no deja de acontecer en determinadas ocasiones.

Otra materia sobre la que se plantearon ciertas dudas, que parecen haber quedado disipadas en la actualidad, tiene que ver con la interpretación que haya de darse al término «titular de los valores» o «perceptor de los rendimientos» a que se refiere el artículo 12 del Real Decreto 2281/1998 y al que se circunscriben las obligaciones de información establecidas en dicha norma. Así, no faltaron las voces que argumentaron, al menos inicialmente, que las obligaciones de información de la Ley 19/2003 debían entenderse cumplidas en la medida en que se suministrara la identificación de las entidades financieras que, al menos formalmente, actuaran como titulares de los valores (aunque lo fuera por cuenta de terceros), sin que por tanto fuera necesario suministrar dato alguno sobre los clientes por cuenta de los cuales actuaban dichas entidades. Nada más lejos de la que, en nuestra opinión, era y sigue siendo la intención del legislador: la información ha de suministrarse respecto de las personas o entidades que jurídicamente son titulares de los valores y, por tanto, tienen derecho a percibir los rendimientos derivados de los mismos. Sólo así se explica el último inciso del apartado 1.a) del artículo 12 —«cuando los rendimientos se perciban por cuenta de un tercero, también se facilitará su identidad y su país de residencia»—, o la referencia que se hace en la ya mencionada letra b) del apartado 3 de ese mismo artículo («cuando se trate de operaciones intermediadas por alguna de las entidades señaladas en el párrafo precedente»). Recordemos, por otra parte, que cuando el legislador quiere referirse a las entidades financieras intermediarias como sujetos respecto de los cuales ha de suministrarse la correspondiente información, no tiene problema alguno en señalarlo expresamente; baste como botón de muestra el tenor de la disposición transitoria segunda de la Ley 19/2003 (en redacción idéntica a la disposición transitoria primera del Real Decreto 2281/1998), donde se indica que las obligaciones de información del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, 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 la emisión».

En este marco referido al alcance objetivo de las obligaciones de información, resulta igualmente conveniente aclarar qué ha de entenderse por el término «rendimientos», pues es precisamente en el momento de su percepción cuando surge para el emisor español la obligación de recopilar información sobre la identidad y residencia de los titulares de los valores a los que va ligado el pago de dicho rendimiento. En este sentido, si bien la expresión «rendimientos» comprende tanto los satisfechos de forma periódica (en forma de cupones) como los derivados de la transmisión (entendido en sentido amplio e incluyendo por tanto la amortización, el reembolso, el canje o la conversión) de los respectivos títulos, lo cierto es que el legislador parece haber renunciado a exigir información respecto de aquellos inversores que obtengan rendimientos como consecuencia de la transmisión de valores españoles en el mercado internacional, consciente muy probablemente de la imposibilidad para el emisor español (a diferencia de lo que ocurre en el pago de los cupones) de conocer la existencia de dichas transmisiones y al hecho de que, aun teniendo conocimiento de las mismas, no existiría para él obligación de practicar retención sobre dichas rentas (al no actuar como pagador de las mismas).

Cuestión distinta es la de la renta que pueda generarse en el momento de la amortización o reembolso de los títulos por diferencia entre el importe reembolsado y el precio satisfecho con ocasión de su adquisición o suscripción. Para aquellos casos en los que tanto la emisión como la amortización o reembolso de los valores se realicen a la par (esto es, sin descuento) no surgirá, desde la perspectiva del emisor, renta alguna para el inversor al vencimiento de los títulos. Ello no obsta a que dicho inversor, como consecuencia por ejemplo de haber adquirido los valores en el mercado a un precio inferior a su nominal, pueda obtener un rendimiento sujeto a tributación en España en el momento de su vencimiento y esté por tanto obligado a presentar la oportuna declaración ante la Hacienda española ingresando, de no cumplir las condiciones para aplicar la exención sobre esas rentas, la correspondiente cuota tributaria. Para el emisor español, sin embargo, se tratará de una circunstancia de la que, insistimos, no habrá tenido conocimiento y que por tanto no podrá ser tenida en cuenta a la hora de practicar una eventual retención en el momento de amortizar o reembolsar los valores. Diferente es la conclusión en aquellos casos en los que la emisión

se realiza por debajo de la par, pues en ese supuesto sí va a existir una diferencia, conocida por el emisor, entre el precio comprometido en el reembolso o amortización de los valores y el importe satisfecho por los inversores en el momento de su suscripción inicial (*original issue discount* u «OID» en la terminología anglosajona). Este hecho obliga al emisor español a obtener información sobre la identidad y residencia fiscal de los respectivos inversores para, en su caso, practicar la correspondiente retención sobre la renta obtenida por aquéllos al vencimiento de los títulos, razón por la cual los procedimientos diseñados por DTC también contienen una serie de previsiones orientadas a contemplar este supuesto tan específico.

Por último, no queremos concluir este breve repaso a determinadas cuestiones relacionadas con los procedimientos de obtención de información desarrollados por DTC para las emisiones de deuda española sin comentar las particularidades que presentan dichos procedimientos respecto de los denominados bonos extendibles o prorrogables (*extendible notes*), a los que ya hemos hecho referencia con anterioridad. La novedad que, desde la perspectiva fiscal, presenta este producto es el hecho de que, bajo normativa española, la entrega de un bono no extendible (*non-extendible note*) a aquellos inversores titulares de bonos extendibles que no comuniquen expresamente la decisión de extender la fecha de vencimiento de dichos valores constituye un canje a efectos fiscales españoles, en el que eventualmente puede surgir una renta sujeta a tributación para el inversor por la diferencia entre el valor del mercado del bono no extendible recibido y el precio de adquisición o suscripción del bono entregado a cambio. Surge por tanto la necesidad de recopilar información relativa a qué titulares optan o no por extender la fecha de vencimiento del bono, pues tratándose de inversores residentes en paraísos fiscales, la renta que en su caso pudieran obtener estará sujeta a ingreso a cuenta que ha de practicar el emisor español.

Para ello, DTC ha desarrollado un procedimiento que circula en paralelo al procedimiento diseñado para el pago de cupones y que permite a los participantes en DTC, al tiempo de introducir los datos relativos a la identidad y residencia fiscal de los titulares de los valores, comunicar asimismo al sistema la información relativa a cuáles de esos titulares han optado o no por extender el vencimiento de los bonos de los que sean titulares. Dicha información, una vez introducida en el sistema, es procesada y da como resultado, para el caso de inversores residen-

tes en territorios no calificados como paraísos fiscales (excepto España) la emisión de unos certificados fiscales (de acuerdo con los modelos exigidos por el Real Decreto 2281/1998) que, conjuntamente con la información relativa al pago del cupón, establecen el importe de la renta en su caso generada como consecuencia del canje del bono inicialmente suscrito por un bono no extendible. Para aquellos titulares residentes en paraísos fiscales o para los que no se acredite su identidad y residencia a través del procedimiento descrito, el sistema permite deducir el importe del ingreso a cuenta que deba practicarse sobre dicha renta del montante del cupón o remuneración pagadero a su titular, pues tanto el pago de dicho cupón como el hipotético canje tienen lugar en la misma fecha.

Conclusión

En definitiva, como la práctica está demostrando, el mercado americano se ha convertido en uno de los destinos más atractivos para la obtención de financiación ajena a través de la emisión de deuda para las entidades de crédito y las sociedades cotizadas españolas. Tanto la fortaleza de este mercado, como el privilegiado régimen fiscal establecido por la Ley 19/2003 y, muy especialmente, la plataforma informática creada por DTC para la obtención de la información relativa a los inversores, permiten anticipar un número creciente de emisiones de este tipo en los próximos meses.

LUIS ACUÑA
Y VÍCTOR MANUEL MARTÍN SAMANIEGO*

* Abogados de los Departamentos de Derecho Mercantil y de Derecho Tributario de Uría Menéndez (Nueva York y Madrid).