

FORO DE ACTUALIDAD

ESPAÑA

LA NUEVA LEY DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

La nueva Ley de Fomento de la Financiación Empresarial

La reciente Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, introduce diversas novedades que pretenden favorecer el acceso a la financiación por parte de la gran mayoría del tejido empresarial español. Por un lado, introduce mejoras en el ámbito de la financiación bancaria a las pequeñas y medianas empresas, que son quienes tradicionalmente más han dependido de ella. Por otro lado, sistematiza y agrupa en un único texto legal la normativa en materia de titulizaciones. Además, modifica el régimen relativo a la emisión de obligaciones contenido en la Ley de Sociedades de Capital y aclara el régimen aplicable a los establecimientos financieros de crédito. Por último, regula por primera vez el fenómeno fuertemente impulsado por las nuevas tecnologías y comúnmente conocido como crowdfunding, al que hace referencia como plataformas de financiación participativa. El propósito de este artículo es resumir las disposiciones más relevantes de esta nueva norma.

The new Law on promoting Corporate Finance

Recent Law 5/2015 of 27 April on promoting corporate finance introduces various changes that aim to encourage access to finance for the vast majority of Spanish companies. It makes improvements within bank financing that will benefit small and medium-sized enterprises, which are those that have traditionally been most dependant on bank financing. It also collects and codifies disparate regulations about securitisations in a single legal text. Furthermore, it modifies the regime on the issuance of debt contained in the Spanish Companies Law and clarifies the regime applicable to financial credit establishments. Finally, for the first time in Spanish law, it regulates the phenomenon of crowdfunding, strongly boosted by new technologies and referred to in the law as participatory financial platforms. This article summarises the most relevant provisions of the new law.

PALABRAS CLAVE

Financiación empresarial, Establecimientos Financieros de Crédito, Titulizaciones, Emisión de obligaciones, Financiación participativa.

KEY WORDS

Corporate financing, Financial Credit Establishments, Securitisation, Issuance of debt, Crowdfunding.

Fecha de recepción: 20-7-2015

Fecha de aceptación: 15-9-2015

La reciente Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial («Ley de Fomento de la Financiación»), tiene como objetivos principales facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación y regular medios alternativos de financiación, como las plataformas de financiación participativa. Además, unifica en un solo texto toda la normativa española en materia de titulizaciones, que hasta la entrada en vigor de esta norma se encontraba dispersa en la legislación española. Por último, modifica el régimen de emisión de deuda para las sociedades de capital y aclara el régimen de los establecimientos financieros de crédito.

1 · FINANCIACIÓN BANCARIA A LAS PYMES

La fuerte restricción en el acceso al crédito durante la crisis ha condicionado la viabilidad de muchas peque-

ñas y medianas empresas («pymes») que por su tamaño no podían acceder al mercado de capitales, obligando a muchas de ellas a desaparecer, lo cual ha traído consigo la pérdida de muchos puestos de trabajo.

En un intento por paliar esta situación y facilitar a las pymes el acceso a la financiación bancaria, el legislador ha querido introducir algunas medidas al respecto, como la de obligar a las entidades de crédito a notificar a las pymes, con una antelación mínima de tres meses, su intención de no prorrogar o extinguir el flujo de financiación o de disminuirlo en una cuantía superior al 35 %. Con esta medida se pretende conceder a estas compañías un periodo de tiempo durante el cual puedan buscar otras alternativas de financiación y ajustarse a su nueva situación financiera.

Adicionalmente, esta notificación se acompaña de la obligación por parte de la entidad de crédito de

proporcionar a la pyme de forma gratuita un documento denominado «Información Financiera-PYME» que recoja toda la información que haya recabado de ella en relación con su situación financiera e historial de pagos. La nueva norma establece los elementos mínimos que deberá contener este documento y reconoce el derecho irrenunciable de la pyme a solicitar en cualquier momento y de forma incondicionada este documento. El informe deberá basarse en la información que la entidad de crédito haya recabado de la pyme en relación con su flujo de financiación y tendrá que seguir un modelo plantilla elaborado por el Banco de España.

La supervisión del cumplimiento de estas obligaciones corresponde al Banco de España y, en materia de régimen sancionador, se hace una remisión al establecido por la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

2 · ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO

Tras la pérdida de la condición de entidad de crédito de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, la Ley de Fomento de la Financiación aclara el régimen jurídico aplicable a los establecimientos financieros de crédito («EFC»), sin perjuicio de que en lo no previsto les siga siendo de aplicación la normativa de las entidades de crédito. Como prueba de ello, por ejemplo, los EFC siguen manteniéndose incluidos en el perímetro de supervisión y regulación financiera de las entidades de crédito que corresponde al Banco de España.

Por otra parte, la autoridad competente para autorizar la creación de EFC será, en adelante, el Ministerio de Economía y Competitividad, aunque será preceptivo un previo informe por parte del Banco de España¹.

Además, la nueva norma introduce una regulación sobre las entidades híbridas, es decir, los EFC que presten también servicios de pago o que emitan dinero electrónico, en cuyo caso, los EFC deberán contar con una denominación específica adicional

de entidad de pago o entidad de dinero electrónico (EFC-EP o EFC-EDE, respectivamente) y necesitarán solicitar las autorizaciones correspondientes.

Por último, en materia de solvencia, la Ley de Fomento de la Financiación exige expresamente a los EFC del cumplimiento de determinados requisitos aplicables a las entidades de crédito. En particular, los EFC no tendrán que redactar un Plan General de Viabilidad ni cumplir con los requisitos de cobertura de liquidez. No obstante, deberán disponer de una cuantía de activos líquidos suficiente para hacer frente a sus compromisos y evitar así desequilibrios de liquidez que puedan perjudicar su situación financiera. A su vez, los EFC que tengan la condición de pymes no tendrán la obligación de mantener el colchón de conservación del capital ni el de capital anticíclico.

3 · TITULIZACIONES

El objetivo de la reforma del régimen jurídico de las titulaciones es triple, según la exposición de motivos de la Ley de Fomento de la Financiación: eliminar la dispersión de los preceptos que regulan la materia y sistematizar toda su normativa reguladora para garantizar su coherencia², aproximar nuestro régimen al de otras legislaciones de nuestro entorno, y dotar de mayor protección y transparencia a los inversores.

Cabe esperar que las reformas contenidas en este nuevo régimen —algunas reclamadas desde hace tiempo por los operadores del mercado— contribuyan a la reactivación del mercado de la titulización tras más de un lustro de atonía en un contexto general de crisis financiera y desconfianza de los inversores hacia este tipo de operaciones.

3.1 · Aspectos estructurales

Una de las principales novedades introducidas por la Ley de Fomento de la Financiación es que las sociedades gestoras («SGFT») puedan realizar una «gestión activa» de la cartera titulizada en los fondos

¹ Previstos en la parte sexta del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

² Mediante la disposición derogatoria se derogan las principales normas aplicables hasta la fecha, esto es, la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, y el Real Decreto 926/1998, de 24 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las sociedades gestoras de Fondos de Titulización.

de titulización («FT») abiertos, permitiendo la venta de créditos sin necesidad de esperar a su vencimiento y favoreciendo la puesta en valor de la cartera, con el objeto de maximizar la rentabilidad, garantizar la calidad de los activos y llevar a cabo un tratamiento adecuado del riesgo. Esa facultad —común en las jurisdicciones de nuestro entorno— no estaba hasta ahora contemplada en la normativa española, lo cual limitaba el papel de las SGFT a meros gestores «pasivos» de los créditos titulizados.

Otra novedad relevante es la posibilidad de incorporar a la estructura de los FT la figura de la junta de acreedores, con facultades para adoptar los acuerdos necesarios en la mejor defensa de los legítimos intereses de los acreedores del FT, como venía exigiendo el mercado para acercar nuestro régimen al de otras jurisdicciones que dan mayor protagonismo a los inversores. Así, por ejemplo, la junta de acreedores podrá acordar la reestructuración de operaciones de titulización sin contar con la unanimidad de los acreedores, respetando el procedimiento y régimen de mayorías que se prevea a tal efecto.

La Ley de Fomento de la Financiación elimina, además, la distinción entre fondos de titulización hipotecaria (a los que únicamente se podían ceder derechos de crédito derivados de préstamos hipotecarios de calidad) y fondos de titulización de activos (a los que se podían ceder otros derechos de crédito), y reconoce expresamente la posibilidad —ya admitida en la práctica— de crear varios compartimentos independientes en el seno de un mismo FT, cada uno de los cuales estaría integrado por activos y pasivos separados (*ring-fenced*) del resto.

3.2 · Activo de los FT

Conforme a la Ley de Fomento de la Financiación, la cesión de derechos de crédito al FT ya no se exige que sea plena, incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento, el cedente puede conceder garantías al FT y asegurar el buen fin de la operación y, en el caso de FT cerrados, es posible la incorporación de activos y pasivos hasta cierto volumen máximo y en un plazo no superior a cuatro meses —lo cual supone la admisión expresa de los *ramp-up periods* habituales en las estructuras de financiación estructurada de otros países—; y desaparece, además, la presunción de que el cedente conserve la administración y gestión de los créditos cedidos al FT. Todo ello permitirá diseñar estructuras de titulización más flexibles, sin perjuicio del impacto que las garantías

concedidas o riesgos asumidos por el cedente pueda tener en la caracterización de la operación como una *true sale* a los efectos de poder extraer los activos titulizados de su balance a efectos contables o de recursos propios.

Otra novedad importante es que los activos cedidos a un FT ya no tendrán que ser necesariamente homogéneos y se permite expresamente que los FT puedan adquirir activos directamente mediante su suscripción en el mercado primario —y no solamente mediante cesión desde el activo del cedente, lo cual simplificará la estructura de constitución de algunos FT, como los multicédulas—.

Asimismo, la Ley de Fomento de la Financiación flexibiliza el régimen aplicable a la titulización sintética —permitiendo su realización no solo mediante contratación de derivados crediticios, sino también mediante garantías financieras o avales a favor de los titulares de los derechos de crédito— y se simplifica el régimen de extinción de los FT al introducir reglas más flexibles (por ejemplo, permitiendo la extinción por decisión de la junta de acreedores por mayoría de tres cuartos) y al suprimir otras de contenido polémico o de alcance poco claro (por ejemplo, las que se referían a «un impago indicativo de un desequilibrio grave y permanente en relación con alguno de los valores emitidos», o la concurrencia, a juicio de la SGFT, de circunstancias excepcionales que hicieran imposible o de extrema dificultad el mantenimiento del equilibrio financiero del FT).

3.3 · Pasivo de los FT

La Ley de Fomento de la Financiación elimina también las exigencias de *rating* y de que la financiación con valores deba ser superior con carácter general al 50 % del pasivo, permitiendo a cualquiera —no solo entidades de crédito— otorgar créditos a un FT y que los valores emitidos por un FT sean objeto de negociación en un sistema multilateral de negociación —y no solo en un mercado secundario oficial—, manteniéndose la posibilidad de que los valores no sean objeto de negociación en ningún mercado o sistema.

Además, los FT podrán conceder garantías a favor de pasivos emitidos por terceros, de modo que, al igual que sucede en otras jurisdicciones, ahora podrán realizarse emisiones corporativas garantizadas con un *pool* o cartera singular de activos integrados en un FT, lo cual será favorablemente valorado por la regulación bancaria en materia de recursos propios.

3.4 · SGFT

La Ley de Fomento de la Financiación establece, además, nuevos requisitos en cuanto al régimen de remuneración de la propia SGFT y sus empleados si deciden llevar a cabo una gestión activa de los FT que administren, remuneración que deberá ser fijada mediante procedimientos acordes con la política de inversión y gestión de riesgos de cada FT y evitando la aparición de incentivos a una gestión contraria a sus objetivos.

Por otro lado, se eleva de 901.518,16 euros a 1.000.000 de euros el capital social mínimo, totalmente desembolsado en efectivo, que debe tener una SGFT, y se establece que las SGFT deberán contar con ese mismo importe mínimo en concepto de recursos propios totales. Además, en la medida en que los activos de los FT gestionados por una SGFT excedan de 250 millones de euros, los recursos propios totales de la SGFT deberán incrementarse en un 0,02 % de la suma del valor contable de dichos activos (la normativa aplicable a fondos de activos bancarios ya exige este mismo porcentaje adicional, pero en concepto de capital social, para el caso de que la suma del valor contable de los activos de los fondos de activos bancarios gestionados por una SGFT superen ese umbral de 250 millones de euros). No obstante, la suma exigible de los recursos propios y de esa cuantía adicional no podrá sobrepasar los 5 millones de euros.

Además, la Ley de Fomento de la Financiación aclara que, aparte de las funciones de gestión y administración de FT y fondos de activos bancarios reservadas a ellas legalmente, las SGFT podrán encargarse de la constitución, administración y representación de fondos y vehículos de propósito especial análogos a los FT constituidos en el extranjero, levantándose las barreras a la actuación internacional de las SGFT, lo que les permitirá competir en pie de igualdad.

Por último, se encomienda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores («CNMV») la autorización y registro de nuevas SGFT (competencia que antes recaía en el Ministerio de Economía y Competitividad).

4 · EMISIÓN DE OBLIGACIONES

La Ley de Fomento de la Financiación modifica también la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores («LMV»), y el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 julio, por el que se aprueba el texto

refundido de la Ley de Sociedades de Capital («LSC»), y deroga la vetusta Ley 211/1964, de 24 de diciembre («Ley 211/1964»), que regulaba la emisión de obligaciones por emisores distintos de sociedades de capital, para configurar un régimen de emisión de obligaciones más moderno y flexible que facilite el acceso de las empresas españolas a los mercados de capitales.

Las principales novedades del nuevo régimen son las siguientes:

(i) Las sociedades limitadas («SL») podrán emitir y garantizar emisiones de obligaciones simples hasta el doble de sus recursos propios.

(ii) Se elimina el límite cuantitativo a la emisión de obligaciones por las sociedades anónimas («SA») no cotizadas.

(iii) El órgano de administración tendrá la competencia para acordar la emisión de obligaciones simples que no conlleven el derecho a participar en los beneficios del emisor, salvo disposición estatutaria en contra.

(iv) Se elimina la obligación de inscribir la escritura de emisión como requisito previo para poner en circulación las obligaciones.

(v) Se aclara que no hay que nombrar a un comisario y constituir el sindicato de obligacionistas en emisiones sujetas a ley extranjera y dirigidas a los mercados internacionales.

4.1 · Emisión por SL y mayor flexibilidad para SA

Como novedad principal en esta materia, la Ley de Fomento de la Financiación permite que las SL emitan y garanticen emisiones de obligaciones simples, facultad que hasta ahora tenían vedada. No obstante lo anterior, la facultad de emisión de las SL está limitada cuantitativamente a un importe máximo equivalente al doble de sus recursos propios, salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con un aval solidario de entidad de crédito (en cuyo caso no hay límite de emisión). La referencia a «recursos propios» debe interpretarse como equivalente al patrimonio neto o los fondos propios de la sociedad emisora, que son los conceptos contables comúnmente utilizados en la normativa mercantil.

Otra novedad relevante que ha introducido la Ley de Fomento de la Financiación es que el régimen

previsto en la LSC para la valoración de aportaciones no dinerarias en la SA será aplicable a los aumentos de capital mediante aportaciones no dinerarias que realicen las SL que hayan emitido deuda y tengan obligaciones en circulación. Del tenor literal del nuevo artículo 401.2 de la LSC parece desprenderse que este régimen no será aplicable a las SL que exclusivamente hayan garantizado emisiones de obligaciones.

La facultad de emitir o garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales está expresamente vedada para las SL, pero podrán emitir obligaciones canjeables en acciones de otra sociedad y podrán garantizar obligaciones convertibles en acciones emitidas por una SA.

Por otro lado, la Ley de Fomento de la Financiación elimina definitivamente el límite cuantitativo a la emisión de obligaciones por las SA. Antes de su entrada en vigor, la cuantía total de obligaciones que una SA podía emitir no podía ser superior al importe de su capital social desembolsado más las reservas que figuraran en el último balance aprobado, salvo que se otorgaran determinadas garantías o la sociedad emisora se encontrara en uno de los supuestos de excepción al límite de emisión previstos en la normativa aplicable.

En particular, el referido límite de emisión no era aplicable, entre otros, en los siguientes supuestos: cuando la sociedad emisora era una sociedad cotizada o una entidad de crédito, cuando la emisión cumplía con las condiciones para quedar comprendida dentro del ámbito de aplicación de la disposición adicional primera de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (o de su antecedente, la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo), cuando el emisor era un concesionario de obra pública y se satisfacían ciertos requisitos o cuando la emisión se encontraba en uno de los supuestos de excepción previstos en el antiguo artículo 30.ª de la LMV³.

³ La Ley de Fomento de la Financiación no ha derogado, sin embargo, el artículo 411 de la LSC que precisa el consentimiento del sindicato de obligacionistas para reducir la cifra de capital social o el importe de las reservas, de modo que se disminuya la proporción inicial entre la suma de estos y la cuantía de las obligaciones pendientes de amortizar. El comentario es relevante porque las emisiones de obligaciones amparadas por la disposición adicional primera de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, están exentas de cumplir con la restricción, y esta disposición beneficia a todas las emisiones de obligaciones cotizadas en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación u otros

4.2 · Competencia del órgano de administración y obligaciones formales

La Ley de Fomento de la Financiación atribuye al órgano de administración la competencia para acordar la emisión y la admisión a negociación de obligaciones simples que no conlleven el derecho a participar en los beneficios del emisor, así como el otorgamiento de garantías de la emisión de obligaciones simples de otras sociedades, salvo disposición estatutaria en contra. Se trata de una medida que pone fin a una injustificada discriminación de la financiación en los mercados de capitales de deuda frente a la financiación bancaria y que aporta flexibilidad al proceso de emisión de obligaciones, especialmente en el caso de sociedades cotizadas o con capital disperso, ya que evita tener que convocar una junta general extraordinaria (con las implicaciones que ello conlleva, en particular en términos de plazos) cuando el órgano de administración no disponga de una delegación previa. No obstante, la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones o de obligaciones que atribuyan una participación en las ganancias sociales sigue siendo de la junta general.

En materia de obligaciones formales, se mantiene el principio general previsto en la LSC, en virtud del cual la emisión de obligaciones se debe hacer constar en escritura pública, y no se modifica la tradicional previsión de inscripción de esa escritura regulada por el Reglamento del Registro Mercantil, pero la Ley de Fomento de la Financiación sistematiza los supuestos previstos en los antiguos artículos 30.ª y 30.ª de la LMV, en los que se exceptuaba la obligación de cumplir con estos requisitos. En síntesis, no es necesario otorgar e inscribir en el Registro Mercantil la escritura de emisión en los siguientes supuestos:

- (i) cuando las obligaciones vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario oficial español (como el Mercado AIAF de Renta Fija) u objeto de una oferta pública de venta que requiera la elaboración de un folleto informativo sujeto a aprobación y registro por la CNMV; o
- (ii) cuando las obligaciones vayan a ser objeto de admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación establecido en España (como el MARF).

mercados organizados. El artículo 411 de la LSC seguirá siendo de aplicación, por tanto, únicamente a supuestos muy marginales.

En definitiva, aunque el requisito del otorgamiento e inscripción de la escritura de emisión seguirá siendo aplicable, continuará restringido a las emisiones realizadas por sociedades españolas en los mercados internacionales, cuando las obligaciones no vayan a cotizar en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación españoles y no vayan a ser objeto de oferta pública en España. Del mismo modo, seguirán sin poder acogerse a los supuestos de excepción del requisito de formalización en escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil las emisiones de obligaciones convertibles en acciones realizadas por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor.

Por otro lado, la Ley de Fomento de la Financiación introduce en la LSC una serie de menciones mínimas que deberá contener la escritura de emisión en los casos en los que siga siendo preciso su otorgamiento, y contiene dos novedades relevantes en cuanto al régimen de garantías de la emisión:

- (i) cuando la emisión cuente con garantías personales, será necesario que los garantes comparezcan en el otorgamiento de la escritura junto con la sociedad emisora y, en su caso, el comisario que represente a los futuros obligacionistas (con las implicaciones que ello conllevará en caso de que los garantes sean extranjeros, en particular en términos de obtención de poderes); y
- (ii) cuando la emisión cuente con garantías reales, será necesario identificar el bien sobre el que se hubiera constituido la garantía, con expresión del Registro público en el que se hubiera inscrito la garantía y la fecha de inscripción, o la entidad depositaria de los bienes o derechos pignora- rados y la fecha de la pignoración.

Si la emisión cuenta con garantías reales inscribibles (como hipotecas o prendas sin desplazamiento), se plantea la cuestión de que, con carácter general, en la fecha de otorgamiento de la escritura todavía no se habrá producido la inscripción de tales garantías en los registros públicos correspondientes y, por tanto, no podrán incluirse los datos relativos a dicha inscripción en la escritura.

Lo anterior plantea un problema práctico de coordinación del otorgamiento de la escritura de emisión —y su presentación a inscripción en el Registro Mercantil dentro del plazo legal establecido al efecto— con la inscripción de las garantías reales y la incorporación de las menciones exigidas por el nuevo artículo 407.2 de la LSC en la escritura de emisión.

Una posible solución al problema sería otorgar la escritura de emisión el día del cierre de la emisión, antes de que se haya producido la inscripción de las garantías reales que deban anotarse en registros públicos, y acreditar con posterioridad a la inscripción de las garantías sus datos registrales mediante diligencia a la escritura de emisión o por exhibición al Registro Mercantil de las escrituras de constitución de las garantías con el cajetín de inscripción.

En aquellos supuestos en los que siga siendo necesario otorgar e inscribir la escritura de emisión, se elimina el requisito de que la escritura esté inscrita en el Registro Mercantil antes de que las obligaciones puedan ponerse en circulación, lo cual dota de mayor agilidad al proceso de emisión y permitirá que las emisiones de obligaciones de sociedades españolas en los mercados internacionales puedan tener un ciclo de liquidación más corto entre la fecha de fijación de sus términos y condiciones y la de desembolso, como ocurre en otras jurisdicciones de nuestro entorno.

La Ley de Fomento de la Financiación elimina, además, y de forma generalizada, la obligación de publicar el anuncio de emisión en el BORME, lo cual supondrá un ahorro de costes y trámites en el proceso de emisión. Hay que interpretar, no obstante, que dicho anuncio seguirá siendo necesario para la emisión de obligaciones convertibles en acciones con reconocimiento del derecho de suscripción preferente de los accionistas de la SA emisora.

4.3 · Comisario y sindicato de obligacionistas

La Ley de Fomento de la Financiación introduce cambios importantes en la regulación del comisario y del sindicato de obligacionistas mediante la modificación de la LSC y la LMV.

Por un lado, se prevé expresamente que el comisario deberá ser una persona física o jurídica con reconocida experiencia en materias jurídicas o económicas, lo que alienta la profesionalización de la figura como en otras legislaciones de nuestro entorno; se dota de una regulación más completa al sindicato de obligacionistas, mediante la introducción de reglas relativas a la convocatoria de la asamblea, asistencia, derecho de voto, adopción de acuerdos e impugnación; y se elimina la obligación de que, una vez suscrita la emisión, el comisario convoque una primera asamblea de obligacionistas para aprobar su gestión, confirmarlo en el cargo y establecer el reglamento del sindicato.

Por otro lado, el nuevo artículo 403 de la LSC, con gran acierto técnico y conforme a la doctrina mayoritaria y la práctica registral, contempla expresamente que el nombramiento de comisario y la constitución del sindicato de obligacionistas en las emisiones de obligaciones realizadas en el extranjero solo son necesarios cuando la «legislación especial aplicable» lo exija; y la LMV, tras la reforma, solo exige el nombramiento de comisario y la constitución del sindicato de obligacionistas en las emisiones de obligaciones que cumplan con todos los requisitos siguientes:

- (i) que tengan la condición de oferta pública de suscripción;
- (ii) que sus términos y condiciones estén regidos por la ley española o por la ley de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea o de la OCDE; y
- (iii) que tengan lugar en territorio español o su admisión a negociación se produzca en un mercado secundario oficial español o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.

Por tanto, no será necesario constituir un sindicato de obligacionistas y nombrar a un comisario, entre otros casos, en las emisiones de obligaciones realizadas por sociedades españolas cuando no haya oferta pública en España por cumplirse los requisitos establecidos al efecto en el artículo 30.bis.1 de la LMV o estén sujetas a ley extranjera de un país de la UE o de la OCDE. Ello no implica sin embargo que los emisores españoles que se encuentren en estos supuestos no puedan optar por constituir un sindicato y designar un comisario de manera voluntaria, tal y como se venía haciendo en muchos casos cuando ello no planteaba conflictos legales.

La Ley de Fomento de la Financiación ha derogado, además, el anterior artículo 428.1 de la LSC que otorgaba unos poderes desorbitados al comisario (asistir con voz pero sin voto a las reuniones del consejo y examinar los libros de la sociedad) en determinadas circunstancias, cuya aplicación práctica ya se había restringido significativamente en reformas legislativas recientes.

4.4 · Otras novedades

Por último, la Ley de Fomento de la Financiación introduce otras novedades, de las que cabría destacar las siguientes:

- (i) Se modifica la LSC para prever expresamente que las sociedades españolas puedan emitir

obligaciones «en el extranjero» (lo cual ya estaba plenamente aceptado antes de la entrada en vigor de la nueva ley) y regular ciertos aspectos de este tipo de emisiones. En particular, la ley aplicable a los distintos aspectos de una emisión de obligaciones «en el extranjero» (concepto no exento de ambigüedad) realizada por una sociedad española se determinará conforme a las siguientes normas de conflicto:

- la ley española (*lex societatis*) determinará la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión;
- la ley extranjera a la cual se someta la emisión (*lex contractus*) regirá los derechos de los obligacionistas frente al emisor (los aspectos contractuales de la emisión), sus formas de organización colectiva y el régimen del reembolso y amortización de las obligaciones; y
- en el caso de obligaciones convertibles, la ley extranjera a la cual se someta la emisión regirá el contenido del derecho de conversión (siempre dentro de los límites establecidos por la ley española) y la ley española determinará el valor al que se pueden emitir obligaciones, los límites a la conversión y el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente.

Lo que no queda resuelto es el problema de la ley aplicable a los aspectos cartulares de la emisión, especialmente relevante en emisiones realizadas en el extranjero en las que la desmaterialización del título es menos perfecta que en España y donde las obligaciones se encuentran inicialmente representadas por títulos globales que se depositan en un *common depositary* de la cámara de compensación correspondiente.

(ii) La Ley de Fomento de la Financiación deroga expresamente el artículo 410 de la LSC, que establecía un orden de prelación de créditos, determinado por su fecha de emisión, entre las distintas emisiones de obligaciones simples realizadas por una sociedad, así como un régimen de prelación de los derechos de los obligacionistas respecto de los demás acreedores.

La derogación de este artículo despeja las dudas interpretativas que se habían suscitado sobre el orden de prelación de las emisiones de obligaciones y confirma la interpretación más extendida de que el régimen de prelación de obligaciones de la LSC ha quedado desplazado por la Ley Concursal.

(iii) La Ley de Fomento de la Financiación termina con la histórica dualidad de regímenes normativos para la emisión de obligaciones por entidades emisoras distintas de sociedades de capital, al derogar la Ley 211/1964. Estos emisores (incluidas sociedades cooperativas, entes públicos empresariales, corporaciones de derecho público, etc.) deberán acomodar sus emisiones de obligaciones a lo previsto en la LSC y les seguirán resultando de aplicación como hasta ahora las previsiones de la LMV cuando las obligaciones se comercialicen o negocien en España (aunque las obligaciones que se hayan emitido con arreglo a la Ley 211/1964 seguirán rigiéndose por sus disposiciones hasta su extinción).

Ello implica, entre otros cambios, que estas entidades deberán designar un comisario y constituir un sindicato de obligacionistas (lo cual no era necesario hasta ahora) en los supuestos a los que se ha hecho referencia anteriormente en que ello sea obligatorio. La nueva ley no ha suprimido, sin embargo, los límites a la emisión de obligaciones por estos emisores, esto es, el capital desembolsado si se trata de sociedades distintas de las sociedades de capital, o la cifra de valoración de sus bienes en el caso de asociaciones u otras personas jurídicas.

5 · PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

La Ley de Fomento de la Financiación da carta de naturaleza, por vez primera en España, a la novedosa forma de financiación a través de las plataformas de financiación participativa («PFP»), conocida en inglés como *crowdfunding* y que, hasta la fecha, carecía de regulación específica y se trataba de un fenómeno atípico en Derecho español.

Los agentes que intervienen en las operaciones de *crowdfunding* son típicamente tres: de un lado, el promotor, que es la persona (generalmente, una o varias personas físicas, pero también personas jurídicas) que tiene un proyecto empresarial que requiere financiación; de otro, los potenciales aportantes de fondos o inversores que tienen la intención de participar económicamente para que el proyecto empresarial se realice; y finalmente, la PFP, que presta servicios de comunicación a través de su página web, donde, en su caso, el promotor puede publicar su proyecto y recaudar los fondos.

La Ley de Fomento de la Financiación aborda este fenómeno desde una triple dimensión: en primer lugar, establece el régimen jurídico aplicable a las PFP; en segundo lugar, regula la autorización, registro y reserva de actividad en favor de las PFP; y, por último, detalla las normas aplicables a cada uno de los agentes implicados en este canal de financiación, incluyendo los límites de las actividades permitidas y unas reglas de protección de los inversores no acreditados, tal y como se definen en la Ley de Fomento de la Financiación.

5.1 · Régimen jurídico de las PFP

Las PFP sujetas a la Ley de Fomento de la Financiación se definen como aquellas empresas autorizadas cuya actividad se ejerza en España y que consista en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas webs u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados «inversores», con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados «promotores». Se excluyen expresamente aquellas empresas cuya financiación captada por los promotores se realice exclusivamente a través de donaciones, venta de bienes y servicios, y préstamos sin intereses.

Se establece una reserva de actividad y denominación («plataforma de financiación participativa» o «PFP») para estas empresas, y se prevén determinadas limitaciones relativas a las formas en las que las PFP pueden obtener financiación (solo cabe la financiación vía emisión de acciones, obligaciones u otros valores representativos de capital, emisión de participaciones de sociedades limitadas y préstamos, en los términos previstos en la Ley de Fomento de la Financiación), al destino de la financiación captada (únicamente de tipo empresarial, formativo o de consumo) y a los servicios que pueden prestar las PFP (principalmente, servicios de *marketing* y comunicación, pero en ningún caso servicios de inversión o actividades propias de las entidades de crédito).

5.2 · Autorización, registro y reserva de actividad

El ejercicio de la actividad por las PFP está sujeto a la autorización de la CNMV y a la inscripción en el registro que se habilite al efecto, de conformidad con

los procedimientos previstos en la Ley de Fomento de la Financiación. La CNMV, con la cooperación del Banco de España, será la autoridad encargada de la supervisión, inspección y sanción de las PFP y las restantes personas físicas o jurídicas que infrinjan las normas reguladoras del *crowdfunding*.

Se establecen determinados requisitos para el ejercicio de la actividad y, en particular, el cumplimiento de requisitos financieros (capital social, otros tipos de garantía y recursos propios variables en función de la financiación obtenida).

5.3 · Régimen del promotor y de los inversores

El promotor deberá estar constituido o tener su residencia en España o en un Estado miembro de la Unión Europea y no hallarse inhabilitado conforme a la legislación concursal o estar cumpliendo condena por la comisión de delitos o faltas contra el patrimonio, el blanqueo de capitales, el orden socioeconómico, la Hacienda Pública y la Seguridad Social.

Para cada proyecto, la PFP fijará un objetivo de financiación y un plazo límite. Si dentro del plazo límite no se alcanzara el objetivo de financiación, o en su caso, el 90 %, o se superase dicho objetivo, la financiación captada será devuelta a los inversores. El límite máximo de captación de fondos por proyecto en una misma PFP es de 2 millones de euros. Cuando los proyectos se dirijan exclusivamente a inversores acreditados (tal y como se definen a continuación), el importe máximo podrá alcanzar los 5 millones de euros.

La PFP garantizará que la información publicada en ella sea completa y tiene la obligación de publicar toda información relevante que obre en su poder sobre el proyecto o los promotores. No obstante, será el promotor el responsable frente a los inversores de la información proporcionada.

Los proyectos podrán estructurarse mediante préstamos o emisión de valores. Los primeros no podrán incorporar una garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual del promotor, y se deberá proporcionar información sobre las características esenciales del préstamo en cuestión. En los segundos se deberá informar a los inversores de los datos básicos de la sociedad y de los valores emitidos, y los estatutos sociales del promotor deberán contener determinados derechos de socios.

La Ley de Fomento de la Financiación distingue entre inversores acreditados y no acreditados en función de la capacidad económica demostrada, en unos casos, y de si se ha solicitado expresamente ser considerado como inversor acreditado, en otros. En este último caso, si se trata de una persona física, la PFP deberá evaluar cada caso concreto y decidir si admite o rechaza la solicitud. Los inversores no acreditados no podrán invertir más de 3.000 euros en un proyecto, ni más de 10.000 euros en un periodo de doce meses en proyectos publicados por una misma PFP.

Además, la PFP está obligada a realizar determinadas advertencias a los inversores sobre los riesgos de la inversión, y la normativa en materia de protección de los consumidores y usuarios será aplicable, con algunas particularidades, a las relaciones entre los promotores e inversores y a la relación entre la PFP y el promotor cuando este último tenga la consideración de consumidor.

6 · CONCLUSIONES

Dada la reciente incorporación de estas disposiciones al ordenamiento jurídico es difícil determinar si las medidas adoptadas por el legislador están dando ya sus frutos o si, por el contrario, aún no han conseguido su doble objetivo de hacer más accesible y flexible la financiación de las pymes y permitir el desarrollo de medios de financiación alternativos a la financiación bancaria.

En cualquier caso, dada la coyuntura económica y financiera actual, cabe esperar que la tendencia a la desaparición de pymes por falta de financiación se invierta y se vaya abriendo camino un mayor dinamismo en la creación de pymes, impulsado además por las menores trabas administrativas. Por otro lado, la aclaración del régimen aplicable a los EFC debería facilitar la financiación del consumo minorista, que, unido a los esfuerzos por revitalizar la obtención de financiación vía titulización y el acceso de las empresas a los mercados de capitales de deuda, debería dar lugar al inicio de una tendencia de cambio en el modelo de financiación del tejido empresarial español que lo haga menos dependiente de la financiación bancaria tradicional.

DAVID GARCÍA-OCHOA MAYOR
Abogado*

* Abogado del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).