

HACIA UN NUEVO RÉGIMEN DE AUMENTOS DE CAPITAL Y EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES PARA LAS COTIZADAS

Entre las medidas promovidas en numerosos países para hacer frente a las consecuencias económicas del Covid-19 sobresalen las destinadas a facilitar los mecanismos de financiación de las sociedades mercantiles, ante la percepción de que muchas de ellas van a verse inducidas a recabar fondos en los próximos meses. El legislador español se ha sumado a este movimiento y el Proyecto de Ley aprobado por el Gobierno el 14 de julio de 2020 para trasponer la Directiva UE 2017/828 sobre implicación a largo plazo de los accionistas (el "**Proyecto**") incorpora, junto a otras novedades como la inefable figura de las acciones de lealtad, diversas medidas de flexibilización del régimen de emisión de acciones y de obligaciones convertibles por parte de las sociedades cotizadas.

El Proyecto tiene como objetivo principal, en los términos de su exposición de motivos, "hacer más simples y ágiles los procesos de captación de capital en el mercado por parte de sociedades cotizadas y de compañías con acciones admitidas a negociación en sistemas multilaterales de negociación".

ESPECIALIDADES DE RÉGIMEN DE LAS COTIZADAS

Dadas las singulares exigencias económicas que la cotización en un mercado de valores comporta en los procesos de aumento de capital o de emisión de obligaciones convertibles, la Ley de Sociedades de Capital ("**LSC**") incluye ya un extenso conjunto de especialidades sobre estas cuestiones para las sociedades cotizadas en mercados regulados españoles, que son las que concentran la atención del Proyecto.

El Proyecto extiende con todo el ámbito de aplicación de estas reglas en un doble sentido: (i) a las sociedades cuyas acciones se negocien en sistemas multilaterales de negociación, como sería en particular el caso del MAB, y (ii) a los aumentos u ofertas públicas de suscripción que se realicen con carácter previo a la cotización en cualquiera de estos mercados, cuando su finalidad sea precisamente la de lograr la necesaria difusión accionarial.

Puntos clave

- El Proyecto de Ley de trasposición de la Directiva sobre implicación de accionistas modifica el régimen de emisión de acciones y de obligaciones convertibles por las sociedades cotizadas
- Se reduce el plazo de ejercicio del derecho de suscripción preferente
- En los casos de exclusión de este derecho, se elimina con carácter general el informe de un experto independiente sobre el tipo de emisión
- Se agiliza el proceso de inscripción del aumento y de creación de las nuevas acciones
- No obstante, algunas de las previsiones del Proyecto contravienen el Derecho comunitario

En relación con los aumentos de capital y, en especial, de los realizados con cargo a aportaciones dinerarias, el Proyecto aporta distintas novedades.

PLAZO DE EJERCICIO DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

- El Proyecto reduce el plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente ("**DSP**") a 10 días, frente a los 15 actuales (art.503 LSC) y al plazo general de un mes que aplica al conjunto de las sociedades mercantiles (art.305.2 LSC)
- Esta reducción atiende sin duda al propósito de reducir el riesgo económico y de exposición al mercado que resulta de los plazos de ejercicio del DSP, que es uno de los factores que en la práctica obliga a realizar esta modalidad de aumentos con importantes descuentos de emisión
- Pero a pesar de su encomiable finalidad, este extremo del Proyecto resulta inconsistente con el Derecho europeo, toda vez que la Directiva (codificada) 2017/1132 sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades establece "un plazo no inferior a catorce días" (art.72.3).

EXCLUSIÓN DEL DSP

- En relación con los aumentos con exclusión del DSP, el Proyecto elimina con carácter general para las cotizadas la necesidad de obtener un informe de un experto/auditor independiente designado por el Registro Mercantil, que se pronuncie sobre el valor razonable de las acciones, el valor teórico del DSP suprimido y la razonabilidad de los datos contenido en el informe de los administradores [art.308.2.a) LSC]
- Como en las cotizadas el legislador presume ya que el valor de mercado se corresponde con el de cotización (art.504.2 LSC), lo cierto es que la utilidad de dicho informe suele ser muy limitada, por no decir inexistente; en la práctica, se limita en esencia a determinar si el importe del descuento que suele acompañar a los aumentos sin DSP permite seguir considerando el tipo de emisión como razonable; y esta exigua función contrasta con la severa dilación que introduce en la duración de los aumentos sin DSP, en atención a los plazos de nombramiento del experto por el Registro Mercantil ("**RM**") y de emisión del informe, que comprometen la posibilidad de las sociedades de aprovechar de forma rápida y eficiente las oportunidades o "ventanas" de mercado;
- El Proyecto opta en cambio por cuantificar el descuento de emisión admisible, al presumir que un valor inferior en menos del 10% al precio de cotización se considera como valor razonable o de mercado; solo cuando la sociedad pretenda emitir por debajo de dicho valor, o cuando los administradores justifiquen que la cotización bursátil no es representativa del valor razonable, se requerirá el informe de un experto independiente;
- Esta cuantificación legal del descuento admisible debería permitir una simplificación de los aumentos sin DSP en la mayoría de los casos, cuando estos se dirijan a un limitado número de inversores o se realicen por las sociedades de mayor tamaño y liquidez; pero puede revelarse problemática para otras sociedades en supuestos de colocaciones aceleradas y similares, en los que el importe del descuento de emisión resulta del proceso de *bookbuilding* y por tanto de la demanda efectivamente obtenida, por la posibilidad de que el mismo termine excediendo del referido 10%;

- Pensando precisamente en las prácticas de "prospección de la demanda" y similares, el Proyecto prevé también para los aumentos sin DSP acordados por la junta general que el consejo pueda determinar directamente el precio de emisión o limitarse a fijar el procedimiento para su determinación "de acuerdo con las prácticas aceptadas del mercado".

DELEGACIÓN EN EL CONSEJO DE LA FACULTAD DE EXCLUIR EL DSP

- El Proyecto limita a un 25% del capital social la posible delegación en el consejo de la facultad de aumentar el capital con exclusión del DSP, sin afectar al límite general del 50% que aplica a la figura del capital autorizado [art.297.1.b) LSC];
- Esta reforma debería tener un limitado alcance práctico, en atención a la recomendación del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de limitar las delegaciones para la emisión de acciones y de obligaciones convertibles sin DSP a un 20% del capital (recomendación 5ª), que algunas cotizadas incluso reducen más para acomodarse al criterio de algunos *proxy advisors* e inversores institucionales o a las prácticas y reglas de buen gobierno de otros mercados (como el Reino-Unido);

OTRAS REGLAS SOBRE AUMENTOS

- Frente a la regla general de que los aumentos de capital quedan sin efecto en caso de suscripción incompleta a menos que las condiciones de la emisión hubieran previsto expresamente esta posibilidad (art.311.1 LSC), el Proyecto invierte la regla para las cotizadas y declara que el aumento será eficaz salvo que el acuerdo prevea lo contrario. Pero al margen de la limitada relevancia práctica de estas normas, por su carácter meramente dispositivo, lo cierto es que la regla del Proyecto contraviene también la Directiva (codificada) 2017/1132 sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades, que requiere que las condiciones de la emisión prevean expresamente la posibilidad de suscripción incompleta para la ejecución parcial del aumento (art.71);
- El Proyecto también prevé la posibilidad general de proceder a la inscripción en el RM del acuerdo de aumento antes de su ejecución, que es algo que ya contempla la LSC (art.315.2). Pero a diferencia del régimen vigente, que condiciona la creación y entrega de las nuevas acciones y por tanto su admisión a cotización a la inscripción registral de la ejecución del aumento, el Proyecto permite que las acciones sean entregadas y transmitidas una vez otorgada la escritura pública de ejecución, que deberá presentarse a inscripción dentro de los cinco días siguientes. De esta forma se busca agilizar el referido proceso de creación y cotización de las nuevas acciones, reduciendo el periodo de iliquidez que padecen los suscriptores (y al propio tiempo el riesgo asumido por las entidades que suelen prefinanciar el aumento, que no deberán esperar a la inscripción de la escritura de ejecución para transmitir las acciones a los inversores).

OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Las obligaciones convertibles están llamadas a adquirir una gran relevancia en la actual situación económica, por la posibilidad que ofrecen a las sociedades que consideren que sus acciones están infravaloradas de poder emitir las de forma indirecta a un precio superior al de mercado. Y como su nota distintiva radica en incorporar una emisión de acciones indirecta y

diferida en el tiempo, su régimen jurídico se corresponde en lo sustancial con el que es propio de los aumentos de capital. De ahí que el Proyecto prevea también algunas especialidades para estos valores cuando sean emitidos por sociedades cotizadas.

INFORMES DE EXPERTO INDEPENDIENTE

- En consonancia con lo previsto para los aumentos de capital, el Proyecto elimina la necesidad del informe de un experto independiente designado por el RM en los casos -la gran mayoría- en que la emisión de las obligaciones convertibles se realice sin DSP, en este caso sin excepción alguna. Y elimina también el informe del experto independiente sobre las bases y modalidades de la conversión que actualmente se requiere para todas las emisiones de obligaciones convertibles, con o sin DSP, que carece de función alguna y que nada aporta desde la perspectiva de la protección de los accionistas del emisor y de los suscriptores de los bonos. El actual contenido de ambos informes corresponderá en tal caso al informe de los administradores, que sigue siendo exigible. La eliminación del informe del experto independiente debe contribuir también, como en los aumentos, a agilizar el proceso de emisión de estos valores.
- En línea también con lo previsto para los aumentos de capital, el Proyecto limita al 25% el importe de las acciones subyacentes a las obligaciones convertibles en los casos en que éstas se emitan por el consejo de administración con exclusión del DSP, límite que habrá de aplicarse conjuntamente con las delegaciones en el consejo para emitir acciones que incorporan la misma facultad de exclusión. Lo habitual en la práctica, en todo caso, es que las emisiones de convertibles no excedan del límite del 20% del capital, entre otras razones para eludir la elaboración del correspondiente folleto para la posterior admisión a cotización de las acciones.

CONTACTOS

Javier García de Enterría
Socio

T +34 91 590 4102
E Javier.GarciadeEnterría
@cliffordchance.com

Yolanda Azanza
Socia

T +34 91 590 7544
E Yolanda.Azanza
@cliffordchance.com

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

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110,
28046 Madrid, Spain
© Clifford Chance 2020
Clifford Chance, S.L.P.U.

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to nomorecontact@cliffordchance.com or by post at Clifford Chance, S.L.P.U., Paseo de la Castellana 110, 28046 Madrid, Spain

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

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.