

# **Modificaciones y novedades legislativas introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial**

**María Taillefer Martos (\*)**



# 1 Introducción

El objetivo de este artículo es presentar las principales novedades y modificaciones introducidas en nuestra legislación en materia del mercado de valores tras la aprobación de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial (en adelante, LFFE) el pasado 27 de abril.

La LFFE introduce modificaciones y novedades en las siguientes materias relacionadas con los mercados de valores:

- i) Se regulan, por primera vez, las plataformas de financiación participativa (conocidas por sus términos en inglés *crowdfunding* y *crowdlending*) y se atribuyen competencias a la CNMV en la materia.
- ii) Se amplían las competencias de la CNMV en diversas materias, modificando para ello la Ley del Mercado de Valores (LMV).
- iii) Se introducen modificaciones relativas al régimen de emisión de obligaciones en la Ley de Sociedades de Capital (LSC) y en otras normas mercantiles.
- iv) Se flexibiliza, sistematiza y simplifica el régimen jurídico de los fondos de titulización.
- v) Otras novedades y modificaciones normativas.

Junto a estas modificaciones, la LFFE introduce el nuevo régimen legal de los establecimientos financieros, cuya autorización y supervisión es competencia del Banco de España, y determinadas medidas para favorecer la financiación bancaria de las pymes, así como el régimen sancionador aplicable a los incumplimientos de la Ley 12/2012, de 26 de diciembre, de medidas urgentes de liberalización del comercio y de determinados servicios. Aun cuando algunas de estas medidas están relacionadas con el sistema financiero, no se tratarán en el artículo al no afectar directamente al mercado de valores.

En cuanto a la organización del artículo, la sección segunda revisa las medidas adoptadas en la LFFE en relación con las plataformas de financiación participativa; la sección tercera, las que suponen una ampliación de las competencias de la CNMV en diversas áreas; la sección cuarta, las modificaciones introducidas en el régimen de emisión de obligaciones y la quinta, las que reforman el régimen jurídico de los fondos de titulización. Finalmente, el artículo se cierra con una sección dedicada a otras modificaciones y novedades contenidas en la LFFE relevantes en el ámbito de actuación de la CNMV.

## 2 Plataformas de financiación participativa

Sin duda, una de las principales novedades de la LFFE es la regulación, por primera vez, de las denominadas plataformas de financiación participativa (en adelante, PFP).

Estas entidades ponen en contacto a inversores con promotores de proyectos que demandan fondos mediante la emisión de valores o participaciones sociales o a través de la solicitud de préstamos. La LFFE solo regula las figuras en las que prima el componente financiero de la actividad, esto es, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación, dejando por tanto fuera del ámbito de esta norma el *crowdfunding* instrumentado mediante compraventas, donaciones o préstamos sin intereses.

La LFFE será aplicable a las PFP que ejerzan la actividad en territorio nacional. No obstante, se aclara que no se considerará que los servicios se presten en territorio nacional cuando un residente en España participe por iniciativa propia, como inversor o promotor, en una plataforma con domicilio social en el extranjero que preste los servicios contemplados en la LFFE para las PFP. Se define, asimismo, lo que se considera «iniciativa propia» para dejar claros los supuestos en los que se aplicaría la LFFE (artículo 47 de la LFFE).

El nuevo texto legal otorga a la CNMV competencias exclusivas para la supervisión, inspección y sanción de este nuevo tipo de entidad regulada, si bien se prevé la intervención del Banco de España en determinados trámites relacionados con los proyectos que se financien a través de la modalidad de préstamo.

Sin ánimo de ser exhaustivos, a continuación se relacionan algunas de las notas características del régimen jurídico y de la actividad realizada por las PFP se relacionan a continuación.

### 2.1 Reserva de actividad y autorización por la CNMV

La LFFE regula la actividad de las plataformas de financiación participativa, que queda reservada a las entidades autorizadas para ello. A tal efecto, la ley establece unos requisitos de autorización y registro ante la CNMV, que también tiene la potestad sancionadora sobre estas entidades supervisadas. No obstante, la autorización requiere un informe vinculante del Banco de España cuando los proyectos se instrumentalicen a través de préstamos. Las PFP autorizadas serán inscritas en el registro oficial de la CNMV correspondiente. En concreto, la LFFE añade al artículo 92 de la LMV un nuevo registro oficial especial para estas entidades (artículos 48 y 53 de la LFFE y artículo 92, letra ñ) LMV).

La CNMV debe informar al Ministerio de Economía y Competitividad sobre los trámites de las autorizaciones de las PFP (artículo 53.4 de la LFFE).

La CNMV es, a su vez, el organismo competente para adoptar las decisiones relativas a las revocaciones, suspensiones y renuncias de las autorizaciones de las PFP. Debe comunicarlas al Ministerio de Economía y Competitividad y, en el caso de proyectos

instrumentalizados a través de préstamos, también al Banco de España (artículo 59 de la LFFE).

## **2.2 Características de los proyectos de financiación participativa (artículo 49 de la LFFE)**

Los proyectos publicados por las PFP deberán: i) dirigirse a personas que esperan obtener un rendimiento por su inversión, ii) ser realizados por promotores que solicitan la financiación en nombre propio y iii) destinarse exclusivamente a la financiación de un proyecto concreto del promotor de tipo empresarial, formativo o de consumo.

En ningún caso podrán consistir en: la financiación profesional de terceros ni, en particular, la concesión de créditos o préstamos; la suscripción o adquisición de acciones, obligaciones ni otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, en un sistema multilateral de negociación o mercados equivalentes de un tercer país; la suscripción o adquisición de acciones ni participaciones de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado ni sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

## **2.3 Formas de financiación participativa**

Como ya se apuntó anteriormente, la inversión en los proyectos publicados por las PFP podrán instrumentarse a través de: i) la emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital, cuando la misma no precise folleto informativo; ii) la emisión de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada; o iii) la solicitud de préstamos, incluidos los préstamos participativos (artículo 50 de la LFFE).

## **2.4 Servicios de las plataformas de financiación participativa y prohibiciones de ejercicio de actividad**

En cuanto a la actividad operativa de las PFP, la regulación se asienta sobre el objetivo de asegurar la neutralidad de las PFP en su relación con los inversores y promotores.

Para ello, se delimitan con claridad los servicios que necesariamente deberán prestar las PFP, así como otros servicios que estas entidades podrán prestar, a su vez, como servicios auxiliares (artículo 51 de la LFFE). Igualmente, se prohíbe expresamente que las PFP ejerzan las actividades reservadas a las entidades de servicios de inversión y a las entidades de crédito. En concreto, no podrán recibir fondos por cuenta de inversores o de promotores, salvo que tengan la finalidad de pago y la plataforma cuente con la preceptiva autorización como entidad de pago híbrida regulada de conformidad con la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago y su normativa de desarrollo. Tampoco podrán realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos de financiación participativa (artículo 52 de la LFFE). No obstante,

no constituirá asesoramiento financiero el servicio auxiliar contemplado en el artículo 51.2, letra b) de la LFFE, consistente en el análisis de los proyectos, la determinación del nivel de riesgo de los mismos o cualquier otra variable útil para la toma de decisiones de inversión, cuando la publicación, clasificación y agrupación de tal información se realice en términos objetivos, sin emitir recomendaciones personalizadas.

Asimismo, se establecen los requisitos organizativos y financieros para que las PFP puedan realizar la actividad. En cuanto a los organizativos, destaca la obligación de contar con un reglamento interno de conducta que contemple y regule los posibles conflictos de interés, así como los requisitos de experiencia y honorabilidad empresarial y profesional que se exigen a los consejeros, directores generales o asimilados de las PFP (artículo 55 de la LFFE).

Por lo que se refiere a los financieros, las PFP deberán contar bien con un capital social mínimo de 60.000 euros, bien con un seguro de responsabilidad civil profesional, aval o garantía equivalente con unas coberturas mínimas, o bien con una combinación de los dos sistemas anteriores que proporcione un nivel de cobertura equivalente. Se contempla que estos requisitos financieros se incrementen a medida que aumente la financiación obtenida (artículo 56 de la LFFE).

## 2.5 Medidas de protección al inversor

La participación como inversor en los proyectos publicados por las PFP está considerada como una inversión arriesgada, ya que el promotor puede ser incapaz de devolver o remunerar los fondos recibidos y las PFP no garantizan la solvencia o viabilidad del promotor. Por ello, y ante la imposibilidad de eliminar los riesgos intrínsecos de estas inversiones, la LFFE establece una serie de medidas que pretenden al menos mitigar y controlar los mismos:

- i) Por un lado, se establecen unos rigurosos requisitos en materia de transparencia informativa. En concreto, las PFP deberán incluir en su página web, de forma fácilmente visible, accesible y gratuita, una prolífica información que se especifica en el artículo 61 de la LFFE, entre la que destacan, por su importancia, las siguientes advertencias:
  - De los distintos riesgos que conlleva invertir en los proyectos publicados por la PFP. En particular, será obligatorio advertir del riesgo de pérdida total o parcial de la inversión, del riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y del riesgo de falta de liquidez de la inversión.

En los proyectos que se instrumentalizan a través de la emisión de acciones, se advertirá del riesgo de dilución de la participación, de no recibir dividendos y de no poder influir en la gestión; y con respecto a la emisión de participaciones sociales, del riesgo que conllevan las restricciones a la libre transmisibilidad inherentes a su régimen jurídico.

- Que la PFP no es una empresa de servicios de inversión ni una entidad de crédito y, por tanto, no se encuentra adherida a ningún fondo de garantía de inversiones o fondo de garantía de depósitos.

- Que los proyectos no son objeto de autorización ni de supervisión por parte de la CNMV ni del Banco de España, y que la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por estos organismos ni, en el caso de emisión de valores, constituye un folleto informativo aprobado por la CNMV.
- ii) Por otro lado, se impone una serie de obligaciones para intentar evitar los conflictos de interés. Así, la LFFE obliga a las PFP a establecer y aplicar una política efectiva en materia de conflictos de interés que se publicará en su página web (artículo 62 de la LFFE).

Destaca el hecho de que los socios de las plataformas de financiación participativa sí podrán asesorar a inversores sobre los proyectos publicados en la plataforma, siempre y cuando estén autorizados a prestar el servicio de asesoramiento financiero al que se refiere el artículo 63.1, letra g) de la LMV y apliquen una política efectiva en materia de conflictos de interés, mientras que la prohibición de asesoramiento se mantiene para los administradores, altos directivos y empleados de la PFP y para la propia plataforma (artículo 62.3 de la LFFE).

Asimismo, se establecen las condiciones para que las PFP puedan participar en proyectos publicados en su página web, así como para que estas puedan publicar proyectos de los que sean promotoras, estableciéndose para ambos casos un límite cuantitativo de la participación, además de la obligación de informar de forma clara a los inversores sobre esta vinculación (artículos 63. 1 y 63.2 de la LFFE). Lo anteriormente previsto será también de aplicación a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las PFP, y a los cónyuges o personas con quienes estos convivan en análoga relación de afectividad, así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, respecto de los proyectos de los que sean promotores y sean publicados en las páginas web de sus respectivas plataformas (artículo 63.3 de la LFFE).

Se prohíbe que las PFP puedan participar en proyectos publicados por otras PFP (artículo 63.4 de la LFFE).

Las PFP podrán realizar publicidad sobre su actividad profesional general, así como sobre proyectos concretos de financiación, debiendo respetar los principios establecidos por la LFFE, entre ellos el de neutralidad y transparencia (artículo 64, en relación con el artículo 6o de la LFFE).

- iii) Igualmente, se dispone una serie de cautelas para proteger al pequeño inversor. Así, se distingue entre inversor acreditado e inversor no acreditado, estableciéndose límites cuantitativos de inversión a estos últimos. Estos límites, de cuyo cumplimiento se asegurarán las PFP, alcanzan un máximo de 3.000 euros por proyecto publicado en una PFP, y de 10.000 euros en un periodo de 12 meses, en proyectos publicados por una misma plataforma o en el conjunto de plataformas (artículo 82 de la LFFE).
- iv) Por otra parte, se imponen límites al número de proyectos de cada promotor en una plataforma y al importe máximo de captación por proyecto. Las PFP se

asegurarán de que ningún promotor tenga publicado simultáneamente en la plataforma más de un proyecto; el importe máximo de captación de fondos por proyecto no podrá ser superior a 2.000.000 de euros, pudiendo alcanzar hasta los 5.000.000 de euros en los casos en los que los proyectos vayan dirigidos exclusivamente a inversores acreditados (artículo 68 de la LFFE). Asimismo, se deberá establecer el objetivo de financiación dentro de un plazo temporal fijado; en caso contrario, se deberán devolver las cantidades aportadas (artículo 69 de la LFFE).

- v) Finalmente, como medidas adicionales a la protección de los inversores, se imponen determinados requisitos de información y manifestaciones del inversor con carácter previo a la inversión (artículos 83 y 84 de la LFFE).

Así, el inversor no acreditado, con anterioridad a participar en un proyecto a través de una PFP, deberá recibir y aceptar una comunicación específica en la que se incluyan las advertencias a las que se refiere el artículo 61 de la LFFE, mencionadas en el apartado i) de esta sección.

A su vez, las PFP exigirán a todo inversor acreditado, antes de operar por primera vez, que manifieste que ha sido advertido de que al considerársele inversor acreditado está expuesto a mayores riesgos y goza de menor protección respecto de la inversión en una PFP.

Por último, los inversores no acreditados deberán manifestar, con anterioridad a adquirir ningún compromiso de pago, junto con su consentimiento: i) que se les ha advertido de los riesgos que implica la inversión, y ii) que teniendo en cuenta la operación que realizan, su inversión total en los últimos 12 meses en proyectos publicados por el conjunto de las PFP no supera los 10.000 euros.

## 2.6 Funciones y responsabilidad de las PFP

Muy importantes son las funciones que la LFFE otorga a las PFP, entre ellas, actuar con diligencia en la admisión de promotores y en la comprobación de su identidad, así como a la hora de evaluar con diligencia los proyectos de los promotores (artículo 66 de la LFFE).

Otra de las responsabilidades de las PFP es que se deberán asegurar de que la información publicada en su página web sea completa de conformidad con lo establecido en la LFFE, siendo en todo caso los promotores los responsables frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma para su publicación (artículos 71 y 73 de la LFFE).

Las PFP deberán publicar la descripción completa, detallada y clara del proyecto, así como de las características de los préstamos o de la emisión de valores, según sea el medio a través del cual se instrumentalice la inversión en el proyecto. La LFFE establece el contenido mínimo de la información que se deberá proporcionar en relación con ambos tipos de financiación (artículos 70 y 74 a 80 de la LFFE).

Finalmente, como ya se apuntó con anterioridad, las plataformas deberán asegurar que no se excede ninguno de los límites impuestos por la LFFE tanto a inversores

como a promotores, y que se advierte de forma fehaciente a los primeros de los riesgos de la inversión.

## 2.7 Régimen sancionador (artículos 89 a 93 de la LFFE)

La LFFE establece su propio régimen de supervisión, inspección y sanción, disponiendo de su propio catálogo de infracciones y de sanciones. En todo lo no previsto por la LFFE en esta materia, será de aplicación supletoria la LMV y su normativa de desarrollo.

Estarán sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV las PFP, así como las restantes personas a los efectos de comprobar si infringen las reservas de actividad y denominación previstas en la LFFE, pero no los promotores, por lo que en caso de información engañosa imputable al promotor, no será objeto de la actuación sancionadora de la Administración, sin perjuicio de las responsabilidades civiles o penales en las que estas entidades puedan incurrir en el ejercicio de su actividad.

Se establece el régimen de colaboración entre la CNMV y el Banco de España, especialmente en aquellos casos en los que se haya instrumentalizado la inversión en el proyecto a través de préstamos.

La CNMV deberá informar al Ministerio de Economía y Competitividad de los acuerdos de incoación, los actos de trámite y los actos definitivos de los procedimientos sancionadores, y deberá recabar informes del Banco de España con carácter previo a la imposición de sanciones a las plataformas que publiquen proyectos financiados a través de préstamos.

## 3 Nuevas competencias de la CNMV

La LFFE otorga a la CNMV las nuevas competencias que se detallan a continuación:

- i) Por una parte, la ley confiere a la CNMV competencias que hasta la fecha veían ejerciendo el Ministerio de Economía y Competitividad, por lo que adquiere una mayor independencia en su actuación como supervisor del mercado de valores. En particular, se traspasan a la CNMV las competencias siguientes:
  - Oponerse a la adquisición de una participación significativa en el capital social de sociedades que administren mercados secundarios oficiales (artículo 31.6 de la LMV).
  - La autorización de mercados secundarios oficiales (artículo 31 bis.1 de la LMV) y, en concreto, de bolsas de valores (artículo 45 de la LMV).
  - Revocar la autorización concedida a un mercado secundario oficial (artículo 31 bis.4 de la LMV).

- Autorizar la sustitución de la sociedad rectora de un mercado secundario oficial (artículo 31 quáter.2 de la LMV).
- Denegar o condicionar el acceso a los mercados españoles, en calidad de miembros, de las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas en un Estado no miembro de la Unión Europea (artículo 37.2, letra d) de la LMV).
- Oponerse a la adquisición o transmisión de una participación significativa en el capital social de la Sociedad de Sistemas (artículo 44 bis.3 de la LMV<sup>1</sup>).
- La autorización de depositarios centrales de valores (artículo 44 bis.11 de la LMV<sup>2</sup>).
- Autorizar la creación de empresas de servicios de inversión (artículo 66.1 de la LMV), denegar dicha autorización (artículo 67.1 de la LMV) y aprobar las modificaciones de los servicios inicialmente autorizados a estas entidades (artículo 68.2 de la LMV).
- Adoptar las medidas establecidas en el artículo 69.11 de la LMV contra las personas que posean una participación significativa en una empresa de servicios de inversión.
- Revocar la autorización a las empresas de servicios de inversión (artículo 74 de la LMV).
- Imponer sanciones muy graves (artículo 97.1 de la LMV).

Si bien se trasladan las referidas competencias a la CNMV, esta deberá comunicar al Ministerio de Economía y Competitividad los distintos procedimientos de autorización que se incoen, así como las decisiones que se adopten en relación con las competencias delegadas a la CNMV anteriormente enumeradas.

- ii) Por otra parte, en materia normativa, se faculta a la CNMV a: i) elaborar guías técnicas que establezcan los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considere adecuados para el cumplimiento de la normativa del mercado de valores; y ii) hacer suyas, así como desarrollar, complementar o adaptar las guías que aprueben los organismos internacionales activos en materia de regulación y supervisión del mercado de valores. Estas guías no son vinculantes y su cumplimiento no es obligatorio por parte de las entidades supervisadas,

---

1 La Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión ha modificado el artículo 44 bis de la LMV. Esta competencia de la CNMV pasa a estar en el nuevo artículo 44 bis.2, párrafo tercero, todavía no en vigor, y se refiere a los depositarios centrales de valores en general y no a la Sociedad de Sistemas.

2 Tras la modificación del artículo 44 bis por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, el apartado 11 del referido artículo desaparece y la competencia de la CNMV para autorizar a depositarios centrales de valores viene recogida en el artículo 44 bis.1, párrafo segundo, aún no en vigor.

si bien en caso de separación de lo establecido en las guías, la CNMV podrá requerir una explicación de los motivos (artículo 15.3 de la LMV).

- iii) Asimismo, se faculta a la CNMV para que pueda convocar procesos de selección de personal destinados a cubrir las vacantes de la plantilla aprobadas en su presupuesto de explotación y capital al margen de la oferta de empleo público (artículo 14.7 de la LMV).
- iv) La LFFE otorga a la CNMV nuevas herramientas de supervisión.

Así, la CNMV podrá requerir en sus tareas de supervisión, cuando lo estime necesario, la colaboración de auditores, consultores y otros expertos independientes, y hacer uso de los antecedentes de dicha colaboración (artículo 85.9, párrafo primero, de la LMV).

Igualmente, se faculta a la CNMV para realizar tareas de supervisión mediante actuaciones conocidas como *mystery shopping*, una herramienta que permitirá al personal de la CNMV comprobar el cumplimiento normativo por parte de las entidades supervisadas, en especial en materia de comercialización de los productos financieros, sin desvelar su identidad como empleados de este organismo (artículo 85.2, letra ñ) de la LMV). Para la realización de tales actuaciones, la CNMV podrá también solicitar la colaboración de expertos mediante la emisión de informes. Los expertos podrán actuar de forma anónima sin revelar que actúan por cuenta de la CNMV (artículos 85.1, letra a), y 85.9, párrafo segundo, de la LMV).

- v) Finalmente, se faculta a la CNMV para hacer pública la incoación de los expedientes sancionadores, previa ponderación razonada entre el interés público y el perjuicio que dicha publicación pudiera ocasionar a los infractores (artículo 98.5 de la LMV).

## 4 Modificaciones en el régimen de emisión de obligaciones

La LFFE modifica el régimen de emisión de obligaciones contenido en la LSC y en otras normas mercantiles, con objeto de facilitar la financiación a través de emisiones de renta fija corporativa.

Los cambios introducidos son los siguientes:

- i) Por un lado, se eliminan determinados límites o prohibiciones en materia de emisión de obligaciones:
  - Se elimina la prohibición de que las sociedades anónimas y las comanditarias por acciones puedan emitir obligaciones más allá de sus recursos propios (artículo 401 de la LSC).
  - Se elimina la prohibición de que las sociedades de responsabilidad limitada emitan obligaciones, si bien se establece una serie de salvaguardas

para evitar un endeudamiento excesivo (se deroga a tal efecto el artículo 402 de la LSC).

En concreto, se establece que el importe total de las emisiones de las sociedades de responsabilidad limitada no podrá ser superior al doble de sus recursos propios, salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de una entidad de crédito. Este tipo de entidades tampoco podrán emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales (artículo 401 de la LSC).

- Se elimina la exigencia en todos los casos de la constitución de un sindicato de obligacionistas, hasta ahora obligatoria para las sociedades emisoras establecidas en España, limitándola a los casos que la legislación especial aplicable prevea (artículo 403 de la LSC<sup>3</sup>).
  - Se elimina con carácter general la obligación de inscribir la emisión de obligaciones en el Registro Mercantil (nueva redacción del artículo 407 de la LSC).
  - Se elimina la obligación de publicar la emisión de obligaciones en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* (se deroga a tal efecto el artículo 408 de la LSC).
  - Se elimina el régimen de prelación legal de las obligaciones mediante la derogación del artículo 410 de la LSC.
- ii) Por otro lado, se regula la emisión de obligaciones en el extranjero por parte de una sociedad española, estableciendo el régimen legal aplicable a este tipo de emisiones. Así, la ley española determinará la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión, mientras que la ley a la cual se haya sometido la emisión regirá los derechos de los obligacionistas frente al emisor, sus formas de organización colectiva y el régimen de reembolso y amortización de las obligaciones. En el caso de obligaciones convertibles, el contenido del derecho de conversión se puede regir por la ley extranjera, si bien dentro de los límites establecidos por la sociedad española como ley rectora de la sociedad. 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 (artículo 405 de la LMV).
- iii) Se atribuye al consejo de administración, salvo disposición contraria en los estatutos sociales, la competencia para acordar la emisión y la admisión a negociación de obligaciones, así como para otorgar garantías de la emisión de obligaciones.

No obstante lo anterior, la junta general será el órgano competente para acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones o de obligaciones que

---

<sup>3</sup> Véase el apartado ii) de la sección 6.

atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales (artículo 406 de la LSC).

- iv) Se modifica en algunos aspectos el régimen jurídico y el funcionamiento del sindicato de obligacionistas. Así, no se requiere un quórum mínimo para la asamblea de obligacionistas (artículo 425 de la LSC); los acuerdos de la asamblea de obligacionistas se adoptarán por mayoría absoluta, salvo las modificaciones de plazo o de las condiciones de reembolso del valor nominal, conversión o canje, que requerirán el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación (artículo 425 de la LSC); será el comisario y no la asamblea de obligacionistas quien establecerá el reglamento interno del sindicato (artículo 421 de la LSC); y se regula el derecho de voto y el de asistencia a la asamblea de obligacionistas (nuevos artículos 424 bis y 424 ter de la LSC).
- v) En el ámbito de las cooperativas, la competencia para acordar la emisión de obligaciones y otras formas de financiación mediante la emisión de valores negociables corresponde ahora al consejo rector, salvo disposición contraria en los estatutos sociales (artículos 21.1, letra e), 32.1 y 54.1 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas).
- vi) Finalmente, se deroga 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, y se establece en la disposición adicional quinta de la LFFE el régimen jurídico aplicable a las obligaciones realizadas por las sociedades distintas a las sociedades de capital, asociaciones y otras personas jurídicas.

## 5 Fondos de titulización

Se establece un nuevo régimen jurídico para los fondos de titulización, con el objetivo de modernizar, simplificar y revitalizar estos instrumentos de financiación. Las novedades más significativas introducidas por la LFFE se relacionan a continuación:

- i) Se refunde y sistematiza toda la normativa aplicable a los fondos de titulización, que se encontraba dispersa en varias normas, aportando mayor claridad y seguridad jurídica al marco regulatorio. Esta nueva regulación deroga la anterior aplicable a la materia; en concreto, quedan derogados los artículos 5, 6 y 7 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, salvo para los fondos de titulización hipotecaria que se hubiesen constituido con anterioridad a la aprobación de la LFFE; el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización; el artículo 16 del Real Decreto-ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo; los apartados 2 a 5 de 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;

y el artículo 97 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (disposición derogatoria de la LFFE).

- ii) Se unifican en una única categoría legal los hasta ahora denominados fondos de titulación de activos y los fondos de titulización hipotecaria. No obstante, se establece un régimen transitorio para los fondos de titulización hipotecaria existentes en el momento de la entrada en vigor de la LFFE, que cohabitarán con los nuevos fondos de titulización de activos hasta que se extingan progresivamente (disposición transitoria séptima de la LFFE).
- iii) Podrán incorporarse al activo de un fondo de titulización los derechos de crédito que figuren en el activo del cedente, incluidas las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión de hipoteca, así como los derechos de crédito futuros que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, y cuya transmisión se formalice contractualmente de modo que quede probada inequívoca y fehacientemente la cesión de la titularidad (artículo 16.2 de la LFFE). Se traslada la competencia a la CNMV para determinar, mediante circular, los derechos que pueden categorizarse como derechos de crédito (artículo 16.1 de la LFFE), siendo hasta la fecha competencia del Ministro de Economía y Competitividad.
- iv) Se flexibiliza y simplifica la operativa de estos instrumentos. Así, por ejemplo:
  - Se regula expresamente la posibilidad de que los fondos de titulización se puedan dividir en compartimentos independientes, con cargo a los cuales podrán emitirse valores o asumirse obligaciones de diferentes clases y que podrán liquidarse de forma independiente, algo que ya se venía haciendo en la práctica sobre la base de la interpretación de normas generales de derecho civil. La parte del patrimonio del fondo atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento, y los acreedores de un compartimento solo podrán hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio del mismo (artículo 15.2 de la LFFE).

En el momento de la constitución de un fondo el transmitente y el emisor de los valores creados para su incorporación a un fondo de titulización deberán disponer de, al menos, cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios, y no de tres como exigía la anterior normativa aplicable. No obstante, la CNMV podrá dispensar el anterior requisito o exigir cuentas auditadas de un periodo inferior cuando la entidad transmitente sea de reciente constitución. Asimismo, la LFFE exime de esta obligación en determinados supuestos (artículo 17, letra a) de la LFFE).

- En cuanto al pasivo de los fondos de titulización, se eliminan determinados requisitos tales como la obligación de que los valores emitidos sean objeto de negociación en un mercado secundario oficial, así como la obligación de que una agencia de calificación evalúe el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo al fondo (artículo 18 de la LFFE).
- Se mantiene la distinción entre fondos cerrados y abiertos. Con respecto a estos últimos, se prevé que puedan modificarse mediante la llamada

«gestión activa» por parte de la gestora del fondo, que tiene que estar prevista en la escritura de constitución y que permite la modificación de los elementos patrimoniales del activo del fondo con el fin de maximizar la rentabilidad, garantizar la calidad de los activos, llevar a cabo un tratamiento adecuado del riesgo o mantener las condiciones establecidas en la escritura de constitución (artículo 21.1 de la LFFE).

- La inscripción en el Registro Mercantil será potestativa para todos los fondos y desaparece la obligación de depositar las cuentas anuales en el Registro Mercantil, si bien estas tendrán que ser depositadas en la CNMV (artículo 22.5 de la LFFE).
- v) En lo que respecta a las sociedades gestoras de fondos de titulización:
- Se delimita la actividad de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), que tendrán como objeto la constitución, administración y representación legal de los fondos de titulización y de los fondos de los activos bancarios en los términos previstos en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y se especifican sus obligaciones en el ejercicio de dicha actividad (artículos 25 y 26 de la LFFE).
  - Se traspasa la competencia para la autorización de la creación de estas entidades del Ministerio de Economía y Competitividad a la CNMV, y se establece el silencio administrativo positivo si pasados seis meses desde que se recibiera la solicitud de autorización o desde que esta se completa, la CNMV no hubiera dictado resolución expresa al respecto. Una vez constituidas, las SGFT deberán inscribirse en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro de la CNMV (artículo 27 de la LFFE).
  - Se incrementa el requisito de capital social mínimo de 150 millones de pesetas a un millón de euros y el número mínimo de miembros del consejo de administración pasa de cinco a tres (artículo 29 de la LFFE).
  - Se refuerzan los requisitos organizativos de las SGFT en línea con la regulación aplicable al resto de entidades intervenientes en el mercado de valores, como las empresas de servicios de inversión y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. Así, se establece la obligación de que exista una unidad de cumplimiento normativo, de control de riesgos y de auditoría interna, con la debida separación de las unidades operativas. Igualmente, se establecen requisitos adicionales de control de riesgos a las SGFT que realicen la gestión activa, implantando la obligación de crear un comité especial para supervisar esta actividad (artículo 30 de la LFFE).
  - Se fortalecen sustancialmente las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor, entre las que destaca la obligación de las SGFT de publicar determinada información en su página web (escritura de constitución del folleto, folleto de emisión y los informes anuales y trimestrales de cada fondo que gestionen) (artículo 34 de la LFFE).

Igualmente, se incorpora la obligación de elaborar un informe anual e informes trimestrales, cuyo contenido se establece en la LFFE, y que deberán ser remitidos a la CNMV para su inclusión en el registro correspondiente (artículo 35 de la LFFE). Se impone a su vez la obligación, en los casos de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, de comunicar tanto a la CNMV como a los acreedores los hechos relevantes (artículo 36 de la LFFE). Finalmente se contempla la posibilidad de que se constituya una junta de acreedores, cuyo funcionamiento se regulará en la escritura de constitución, y en todo lo no previsto en la misma, por las disposiciones relativas al sindicato de obligacionistas recogidas en la LSC (artículo 37 de la LFFE).

- vi) Régimen de supervisión y sanción (artículos 38 a 42 de la LFFE).

Se encuentran sujetas al régimen de supervisión y sanción de la CNMV: i) las sociedades gestoras de fondos de titulización y los fondos de titulización que administren y ii) las entidades que cedan activos a los fondos de titulización y los emisores de los activos creados para su incorporación a un fondo de titulización, así como los administradores de los activos cedidos.

En la LFFE se establecen multas coercitivas propias de hasta 12.000 euros diarios, con objeto de obligar a las personas sujetas bien a colaborar con la CNMV en sus actuaciones de supervisión, bien a cumplir las medidas cautelares que en su caso se adopten. Asimismo, se incorpora un catálogo de infracciones propio. En todo lo no previsto por la LFFE en materia supervisora y sancionadora, seguirá siendo de aplicación la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

## 6 Otras modificaciones y novedades legislativas

A continuación se exponen otras modificaciones o novedades relevantes introducidas por la LFFE en la LMV:

- i) Artículo 30 ter de la LMV: Se refunde en este artículo el contenido de los artículos 30 ter y 30 quáter de la LMV, regulando el primero las emisiones de todas las obligaciones u otros valores que reconozcan deuda admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, u objeto de una OPV que requiera folleto aprobado por la CNMV.
- ii) Artículo 30 quáter de la LMV: El artículo 30 quáter de la LMV pasa a regular el ámbito de aplicación del sindicato de obligacionistas. Establece que el capítulo IV del título XI de la LSC, que regula el sindicato de obligacionistas, será de aplicación a las emisiones de obligaciones u otros valores que reconozcan o crean deuda y que tengan la condición de oferta pública de suscripción cuando se den las siguientes dos circunstancias conjuntamente:
  - Que sus condiciones estén regidas por el ordenamiento jurídico español o por el de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea ni pertenezca a la OCDE.

- Que tengan lugar en territorio español o que su admisión a negociación se produzca en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.
- iii) Artículo 32.2 de la LMV: se establecen las especialidades aplicables al acceso a la negociación en un mercado secundario oficial desde un sistema multilateral de negociación.
- Por un lado, para facilitar el acceso desde un mercado a otro, se exime a las entidades que coticen en sistemas multilaterales de negociación y que pasen a un mercado secundario oficial del cumplimiento de determinados requisitos de transparencia durante un periodo máximo de dos años. En concreto, estas entidades no tendrán la obligación de publicar ni difundir el segundo informe financiero semestral, referido en el artículo 35.2, segundo párrafo de la LMV, ni la declaración intermedia de gestión, a la que se refiere el artículo 35.3 de la LMV.
  - Por otro, establece la obligación de pasar de un sistema multilateral de negociación a un mercado secundario oficial cuando la capitalización de las acciones de una sociedad negociadas exclusivamente en el primero supere los 500 millones de euros durante un periodo continuado superior a seis meses.
- Con respecto a las sociedades cuyas acciones, a la entrada en vigor de la LFFE, estén siendo negociadas exclusivamente en un sistema multilateral de negociación y alcancen una capitalización bursátil superior a 500 millones de euros, el plazo de seis meses comenzará a computar a partir de la entrada en vigor de la LFFE, esto es, a partir del 29 de abril de 2015 (disposición transitoria novena).
- iv) Se añaden los siguientes nuevos registros oficiales en la CNMV:
- Sociedades que pasan de un sistema multilateral de negociación a un mercado secundario oficial, contempladas en el artículo 32.2 de la LMV (artículo 92, letra g) bis de la LMV).
  - Plataformas de financiación participativa (artículo 92, letra n) de la LMV).
  - Fondos de titulización (artículo 92, letra o) de la LMV).
- v) Sistemas multilaterales de negociación (artículos 120 a 122 de la LMV).

Con objeto de incrementar la protección del inversor, se introducen nuevas obligaciones de información y requisitos de transparencia y se aporta una mayor concreción de la responsabilidad de los distintos intervenientes en estos mercados.

Se introduce en sede legal la figura del asesor registrado —figura ya existente en la regulación interna del Mercado Alternativo Bursátil—, que deberá velar, cuando así se establezca, por que los emisores cumplan correctamente con sus

obligaciones de información y cuyas funciones se deberán regular en el reglamento del sistema multilateral de negociación.

Se incluye un control periódico de la función supervisora de las entidades receptoras sobre estos mercados, estableciéndose la obligación de que estas remitan trimestralmente a la CNMV información sobre las prácticas y actuaciones que desarrollen en materia de supervisión del sistema multilateral de negociación.

Finalmente, se introducen nuevos tipos sancionadores en relación con el incumplimiento de las distintas obligaciones de los intervenientes en estos mercados; en concreto, de los miembros, emisores, asesores registrados y de cualquier otra entidad participante en los mismos (artículo 99, letra c) quinquies, y artículo 100, letra a) ter de la LMV).

En otro orden de cosas, se modifica la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para adaptarlas a la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, así como para incorporar las tasas aplicables a las plataformas de financiación participativa.

Finalmente, es preciso destacar que en la disposición adicional sexta de la LFFE se le da el mandato al Gobierno para que en el plazo de seis meses ponga en marcha medidas para mejorar el actual sistema institucional de protección al cliente y potenciar la eficacia de los actuales servicios públicos de reclamaciones, defensores del cliente y servicios de atención al cliente. Entre estas medidas, el Gobierno evaluará la conveniencia de unificar los servicios de reclamaciones del Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.