

Posibles efectos del *brexit* sobre las emisiones de deuda por entidades españolas

Ferran Foix Miralles

Asociado senior del Área de Banca, Mercado de Capitales y Seguros de Gómez-Acebo & Pombo

Muchas son las incertidumbres sobre las consecuencias del *brexit* en el sector financiero en general, y en los mercados de capitales en particular. La mayoría se irán aclarando a medida que se vaya definiendo el marco y el modo en que se llevará a cabo la salida del Reino Unido de la Unión Europea, un proceso que puede durar años.

No obstante, la gravedad de algunos de los posibles efectos del *brexit*, en previsión de que puedan llegar a producirse, podría empezar a tener consecuencias inmediatas en el ámbito de los participantes en los mercados de capitales y en la forma de estructurar las operaciones.

Con respecto a las emisiones de deuda, más allá de consideraciones específicamente económicas o de mercado, el *brexit* en principio no debería afectar de forma significativa a la estructuración de las emisiones estrictamente locales, es decir, aquellas en las que el emisor, la ley aplicable, los inversores a los que van dirigidas, los intermediarios financieros que participan en ella y, en su caso, el mercado donde se negocian los bonos son españoles.

Para este tipo de emisiones, la normativa española relativa a la emisión de obligaciones por parte de sociedades españolas se ha modificado recientemente eliminando o aclarando algunos de los aspectos que suponían limitaciones o incluso obstáculos a la estructuración de operaciones desde España.

Esto podría favorecer que aumente el volumen de emisiones de deuda de carácter más local mientras los mercados internacionales de capitales estabilizan o resitúan su foco central en Europa —que hasta ahora venía siendo Londres— y se resuelve o elimina la incertidumbre de los posibles efectos del *brexit*, algunos de los cuales enumeramos más adelante.

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

Y este aumento de operaciones podría ayudar a desarrollar mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación (SMN) españoles y a dotarlos de mayor liquidez. Este es el caso del mercado alternativo de renta fija (MARF), que ya está adquiriendo cierta relevancia en las operaciones de mercado medio (*mid-market*) y que está atrayendo la atención de inversores institucionales, tanto españoles como extranjeros, e incluso de algún emisor no español (como el grupo alimentario portugués Sugal).

Además, el *brexit* podría tener efectos significativos en la forma de estructurar las emisiones de deuda en las que existe algún elemento internacional. Habiéndose concentrado en el Reino Unido una parte muy significativa de la actividad financiera europea, es habitual que las emisiones internacionales de deuda por parte de sociedades españolas tengan algún punto de conexión con el Reino Unido (ley y jurisdicción inglesa, colocación entre inversores institucionales ingleses, admisión a negociación en London Stock Exchange, etcétera).

A continuación enumeramos algunos de los efectos concretos que podría tener el *brexit* en la estructuración de dichas operaciones de emisión y colocación de bonos por parte de entidades españolas:

1. *Localización de los intermediarios financieros que participan en la emisión y colocación*

Muchos de los intermediarios financieros que asesoran a emisores españoles en la estructuración, colocación o aseguramiento de una emisión internacional de deuda son bancos de inversión ingleses que prestan servicios de inversión en España y demás jurisdicciones de la Unión Europea en régimen de libre prestación de servicios o de libertad de establecimiento gracias al pasaporte comunitario.

Todavía no está claro cuál será el estatus del Reino Unido con respecto a la Unión Europea cuando se implante el *brexit*. En cualquier caso, es probable que los intermediarios financieros que operan desde Reino Unido acaben perdiendo el pasaporte comunitario.

Existen fórmulas alternativas o intermedias que podrían mitigar algunos de los efectos de la pérdida del pasaporte comunitario (por ejemplo, que el Reino Unido pasara a formar parte del Espacio Económico Europeo o que recibiera el tratamiento de tercer país equivalente). No obstante, todas esas fórmulas suponen ciertas limitaciones que las entidades que operan en los mercados financieros podrían no querer asumir.

Por ello, es posible que estas entidades ahora establecidas en el Reino Unido se relocalicen en alguna otra jurisdicción europea para poder seguir operando desde allí en las diferentes jurisdicciones de la Unión Europea como han venido haciendo hasta ahora desde el Reino Unido.

2. *Otros participantes en las emisiones de deuda*

Además de los intermediarios financieros, en las emisiones internacionales de deuda pueden participar otras entidades que cumplen funciones diferentes, como los agentes de pagos, las entidades depositarias, las entidades de contrapartida central, las agencias de *rating*, etcétera.

Todas estas entidades que prestan servicios desde el Reino Unido podrían tener que plantearse su relocalización a otra jurisdicción europea si quieren seguir prestando los mismos servicios en jurisdicciones de la Unión Europea en condiciones similares.

3. *Ley aplicable y jurisdicción*

Es muy habitual que las emisiones internacionales de deuda dirigidas al mercado europeo y, en ocasiones, al americano, se sujeten al derecho inglés y las controversias se sometan a la jurisdicción de los tribunales ingleses.

Existe cierta incertidumbre sobre cuál será la ley inglesa *postbexit*, puesto que actualmente el acerbo normativo inglés incluye o se nutre de normas y jurisprudencia comunitarias que a partir del *bexit* podrían dejar de resultar aplicables en el Reino Unido.

Asimismo, con la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el Reglamento Bruselas I *bis* dejará de resultar aplicable a los procedimientos y sentencias de los jueces y tribunales ingleses y, por tanto, no afectarán las reglas de litispendencia (prioridad temporal y respeto al pacto de las partes) y las sentencias dejarán de ser directamente ejecutables en el resto de las jurisdicciones de la Unión Europea.

Todo esto podría conllevar que se redujera la elección de ley y jurisdicción inglesas y que se prefiera someter las emisiones internacionales de deuda a la ley y los tribunales de otra jurisdicción con mayor certeza normativa a la que sí afecte el Reglamento Bruselas I *bis*, con el objeto de dotar de una mayor seguridad jurídica a la ley aplicable a dichas emisiones y a la ejecutabilidad de las sentencias.

4. *Admisión a negociación*

Es habitual que las emisiones internacionales de deuda por sociedades españolas se admitan a negociación en un mercado regulado extranjero. En ocasiones el mercado extranjero elegido ha sido el mercado de renta fija del London Stock Exchange y el folleto utilizado para su admisión a negociación en ese mercado podía ser utilizado, gracias al pasaporte comunitario, para llevar a cabo ofertas públicas en otras jurisdicciones europeas y solicitar la admisión a negociación de los valores en otros mercados europeos.

Una vez que se produzca la salida del Reino Unido de la Unión Europea, es muy probable que el número de emisiones internacionales de deuda que se negocien en los mercados regulados de Londres se reduzcan significativamente, puesto que es posible que haya que elaborar un folleto específico para ese mercado que no goce de pasaporte comunitario para ser utilizado en otras jurisdicciones y mercados de la Unión Europea.

5. *Otros términos y condiciones de las emisiones*

En algunas emisiones de deuda se incluyen cláusulas de cambio adverso relevante o disrupción de mercado que en algunos casos pueden dar lugar a supuestos de vencimiento anticipado.

Todavía no está claro cómo puede afectar el *brexit* a las emisiones internacionales de deuda con algún punto de conexión inglés cuyos términos y condiciones incluyan alguna de esas cláusulas. La duda es si los bonistas podrían alegar su aplicación como consecuencia del *brexit*.

Para cualquier duda, por favor póngase en contacto con:

Miguel Troncoso

Socio director, Bruselas

Tel.: 32 (0) 2 231 12 20

mtroncoso@gomezacebo-pombo.com

Miguel Lamo de Espinosa

Socio, Madrid/Londres

Tel.: (34) 91 582 91 00

mlamo@gomezacebo-pombo.com

Mónica Weimann

Socia residente, Londres

Tel.: 44 (0)20 7329 5407

mweimann@gomezacebo-pombo.com

Javier Vinuesa

Socio, Madrid

Tel.: (34) 91 582 91 00

jvinuesa@gomezacebo-pombo.com

Santiago Gómez-Acebo

Socio, Madrid

Tel.: (34) 91 582 91 00

sga@gomezacebo-pombo.com

Para más información consulte nuestra web www.gomezacebo-pombo.com, o diríjase al siguiente *e-mail* de contacto: brexit@gomezacebo-pombo.com

Barcelona | Bilbao | Madrid | Valencia | Vigo | Bruselas | Lisboa | Londres | Nueva York