



Universidad  
Carlos III de Madrid

 - **Archivo**

Repositorio Institucional



Fernández Pérez, Nuria. El régimen jurídico de los valores mobiliarios en el anteproyecto de Código mercantil. En: *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Getafe : Universidad Carlos III de Madrid, 2015, pp. 2014-2033. ISBN 978-84-89315-79-2. <http://hdl.handle.net/10016/20969>

Obra completa disponible en: <http://hdl.handle.net/10016/20763>



Este documento se puede utilizar bajo los términos de la licencia Creative Commons [Atribución-NoComercial-SinDerivadas 3.0 España](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/es/)

# EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS VALORES MOBILIARIOS EN EL ANTEPROYECTO DE CÓDIGO MERCANTIL

NURIA FERNÁNDEZ PÉREZ\*

## Resumen

Por vez primera se contempla una regulación de los valores mobiliarios, como categoría específica dentro de los títulos-valores. Se trata de un régimen general, que recoge en parte el existente respecto de las acciones. Hay importantes novedades en general respecto del régimen existente, pero también respecto al recogido en la Propuesta de Código Mercantil presentado por la Comisión General de Codificación. En particular, en materia de representación mediante anotaciones en cuenta. También resultan destacables las significativas variaciones en materia de obligaciones al objeto básicamente de fomentar esta vía de financiación para las sociedades. Entre otras, la posibilidad de emisión para todo tipo de sociedades de capital, la supresión de los límites máximos de emisión, la posibilidad de emitir obligaciones subordinadas y canjeables, y la competencia en la emisión de las mismas. Finalmente, se contempla expresamente la regulación del depósito de valores.

## Contenido

1. Consideraciones introductorias: el valor mobiliario como título-valor. – 2. Noción de valor mobiliario. – 3. Forma de representación. – 3.1. Valores mobiliarios representados mediante títulos. – 3.2. Acciones. – 3.3. Obligaciones. – 3.3.1. Régimen general. – 3.3.2. En particular, obligaciones convertibles y obligaciones canjeables. – 3.3.3. El comisario. – 3.3.4 .El sindicato de obligacionistas. – 3.4. Valores representados mediante anotaciones en cuenta. – 4. El depósito de valores.

## 1. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS: EL VALOR MOBILIARIO COMO TÍTULO-VALOR

Los valores mobiliarios vienen regulados en el Título V del libro VI relativo a los títulos-valores e instrumentos de pago y de crédito (artículos 651-1 a 651-4). La inclusión del concepto de título-valor supone una de las novedades más significativas de la propuesta realizada por la Comisión General de Codificación y que recoge el Anteproyecto de Ley de Código Mercantil<sup>1</sup>. Como también lo es, la inclusión de un régimen para la categoría del valor mobiliario, al que se dota de un concepto y un régimen jurídico propio.

---

\* Profesora Titular de Derecho Mercantil. Universidad de Alicante.

<sup>1</sup> Sobre la regulación del título valor en el Anteproyecto y las diferencias en relación con la Propuesta de Código Mercantil, vid. por todos, ROJO, A., «Los títulos valores» en Hacia un nuevo Código Mercantil (coor. A. Bercovitz), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2014, págs.583 y ss.

La primera cuestión a tener en cuenta, es que el Código se limita a regular, siguiendo la filosofía que inspira el mismo, únicamente las relaciones negociales desde la óptica del Derecho Privado. De forma muy expresiva en la Exposición de Motivos se indica que «solo se ocupa de las relaciones de coordinación entre particulares que se vinculan entre sí en un plano de igualdad, relaciones, que afectan al ejercicio y a la circulación de los derechos representados en el valor mobiliario» (VII-19). No se atiende por tanto a la perspectiva institucional que regula el valor mobiliario como objeto de negociación en los mercados y que persigue el interés de protección de los inversores y del correcto funcionamiento de los mismos. Esa vertiente de carácter jurídico-público queda reservada a la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo, que desde ese punto de vista, conserva toda su validez. Es más, frente a la propuesta de la Comisión General de Codificación que incluía un Título VIII en el Libro V relativo a los “Contratos” titulado “De las operaciones en el mercado de Valores” y, en el que se contenían una serie de principios generales así como las operaciones que se desarrollan en los mercados de valores, se ha optado por su supresión en el Anteproyecto de Código Mercantil, lo que influye en el tema que nos ocupa, al eliminarse en el Código la noción de “valor” que dentro de esos principios generales se contenía, como indicaremos con posterioridad.

La concepción que acoge el Anteproyecto de Código Mercantil es una concepción novedosa. Se venía hablando del valor mobiliario como superación del título valor. A su vez, del valor negociable como de aquel valor mobiliario en el que concurren dos características adicionales. Y finalmente, del instrumento financiero<sup>2</sup> como categoría que permite la aplicación de la normativa tuitiva a valores que no cumplen las características de los valores negociables pero que requieren de supervisión

En el Código proyectado se apuesta por una nueva concepción, que es la de que la naturaleza jurídica de los valores mobiliarios, tanto los representados en títulos, como en anotaciones contables, es la de “títulos-valores”, en una suerte de relación género-especie<sup>3</sup>. Hasta ahora, la construcción dogmática del valor mobiliario partía de la superación de la categoría del título valor<sup>4</sup>. Categoría que, por otra parte, había surgido como una invención de enorme importancia, en la medida que se configuran como instrumentos que permiten ágilmente la circulación de los derechos que incorporan. Su funcionalidad devenía, por un lado, al establecer la legitimación activa del titular del título, permitiéndole transmitir sus derechos aplicando reglas, que con anterioridad, sólo eran aplicables a la transmisión de muebles. Por otro, cosificaba el documento y la relación jurídica que incorporaba, de tal modo que venía a ser el reflejo de una vinculación personal. Como es sobradamente conocido, el crecimiento de las operaciones mercantiles, y especialmente mobiliarias, hizo que la aplicación de las reglas propias del tráfico de cosas desembocara en un auténtico

---

<sup>2</sup> FERNÁNDEZ PÉREZ, NURIA, *La protección jurídica del accionista inversor*, Aranzadi, Pamplona, 2000, págs., 62-71.

<sup>3</sup> Se trata, como apunta ROJO, A., «Los títulos valores», pp. 584-586, del «criterio de la generalización», que significa convertir esta categoría conceptual en categoría legal y general, y que junto con el criterio de los «*soportes alternativos*» y el de modernizar el régimen jurídico de los títulos valores, constituyen los tres criterios fundamentales sobre los que se asienta la nueva regulación.

<sup>4</sup> Vid. las reflexiones de CORTÉS GARCÍA, E., *La desmaterialización de los títulos valores*, Valladolid, 2002.

colapso del mercado, particularmente en los sectores bancario y bursátil en los que afluyó una cantidad superior de riqueza. Ello dio lugar a que se plantearan alternativas a los títulos-valores, tanto a nivel nacional como comparado, dado que la denominada «*crisis del papel*» se dejó sentir por igual en todos los países con cierto nivel de desarrollo, evolucionándose hasta la nueva categoría de las anotaciones en cuenta<sup>5</sup>.

El artículo 610-1 del Anteproyecto de Código Mercantil dispone que «los títulos valores son aquellos documentos necesarios para el ejercicio del derecho patrimonial en ellos representado, librados o emitidos facilitar la circulación de ese derecho». Aunque en la definición no se hace referencia alguna ni a la autonomía del título ni a su literalidad, lo cierto es que ambas son notas esenciales de la teoría del título. Por otra parte, se indica en la definición que «*librados o emitidos..*». De este modo se permite que el título pueda tener como soporte el papel (librar) y también puede constar en soporte electrónico (emitir). En este sentido, el Anteproyecto, siguiendo la Propuesta de la Comisión General de Codificación aglutina bajo la noción de título valor, tanto lo que en la actualidad conocemos como títulos valores (letras, pagarés, acciones representadas mediante títulos) como valores mobiliarios (acciones representadas anotaciones en cuenta, bonos del estado)<sup>6</sup>. Unificación que debe ser valorada de forma positiva en cuanto la forma de representación no implica una naturaleza distinta, en la medida que ambos instrumentos cumplen la misma función, facilitar la circulación de estos derechos, así como su gestión en los casos de las grandes series de títulos/valores emitidos<sup>7</sup>. En consecuencia, sí resulta razonable referirse a ambos a través de un término común, pues con él se está haciendo referencia a una categoría jurídica dotada de características comunes a todos sus integrantes. El hecho de que se opte por esta concepción unitaria, no obstante, no significa que exista un régimen idéntico para todas las clases que integran la categoría, sino que es preciso tener presentes las particularidades de algunas de ellas en relación con aspectos del régimen tales como la protección del adquirente de buena fe o la oponibilidad de las excepciones por el emisor.

---

<sup>5</sup> OLIVENCIA, «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)» en AAVV. *Anotaciones en cuenta de deuda del Estado*, Madrid 1987, p. 18. En el mismo sentido, BROSETA, M., *Estudios de Derecho Bursátil, Depósito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*, Tecnos, Madrid, 1973, pág. 45.

<sup>6</sup> El Anteproyecto de Código Mercantil, siguiendo la Propuesta de la Comisión contempla con carácter general dos clasificaciones distintas. La primera de ellas es la que hace referencia a la posibilidad de emitir valores en serie o hacerlo de forma aislada. Así, dispone el artículo 610-3 de la Propuesta, los títulos valores pueden ser valores mobiliarios emitidos en serie (las acciones, las obligaciones o los bonos de estado a los que antes se ha hecho mención) o efectos de comercio emitidos de forma aislada o separada (letra de cambio, cheque o pagaré). Cuando los títulos valores se libran de forma aislada suelen recibir la denominación de efectos de comercio, mientras que cuando se emiten en serie reciben el nombre de valores mobiliarios. Ambos tipos pertenecen a la categoría común de los títulos valores.

<sup>7</sup> Vid. las observaciones de PAZ-ARES, C., «La desincorporación de los títulos-valor», RDM 219[1996], págs. 7 y ss.. Es cierto, por otra parte, que los autores que se han ocupado del tema se alejan cada vez más de la idea de la “cosificación” y de la incorporación del derecho al papel., al considerar que se trata de una construcción demasiado imprecisa y que tampoco resulta útil. Vid. PÉREZ MILLÁN, D., «Reflexiones críticas en torno al concepto de título valor», en *Liber amicorum Prof. José María Gondra Romero*, Madrid, 2012, págs. 365 y ss., y del mismo autor, «Codificación y descodificación de los títulos valores», RDM, 289[2013], págs. 41 y ss.

En este contexto, la idea que subyace en la reforma propuesta es la de crear una normativa jurídico privada relativa al ejercicio y circulación de derechos patrimoniales, más ágil y protectora para el adquirente que la prevista en el Derecho Civil, partiendo para ello de la consideración del valor mobiliario como título-valor, con independencia de su forma de representación. No se opta, sin embargo, por acoger una noción de Derecho-valor, presente en otros países como Alemania, en virtud de la cual se agruparían los principios y reglas propios de los títulos valor y de las anotaciones en cuenta. Las particularidades de la anotación en cuenta frente a la noción de título valor, ha requerido de adaptaciones del régimen general previsto para los títulos-valor en la propuesta.

## 2. NOCIÓN DE VALOR MOBILIARIO

En el artículo 651-1 se da una noción de valor mobiliario, en la que se establece que «son los títulos-valores emitidos en serie con la finalidad de captación de recursos financieros». De este concepto se deducen las dos notas definitorias de la categoría: su emisión en serie y su función económica.

La primera característica que singulariza a los valores mobiliarios respecto de la categoría general de los títulos valores es su emisión en serie. En este sentido, cabe señalar que en la redacción de la propuesta de la Comisión la definición se remitía a las características previstas en el Título I, del libro VI, relativo a los títulos –valores, y se recogía que existe emisión en serie, «cuando se creen y pongan en circulación títulos-valores sustancialmente homogéneos, en una misma operación financiera o en varias operaciones que respondan a una unidad de propósito, aunque la emisión se fraccione en tramos o esté prevista una ampliación». Esta definición aun no manteniéndose en el texto actual nos resulta de utilidad. Aunque en realidad de ella se desprende la que es la segunda nota definitoria que viene recogida en el art. 651-1, que puede decirse que es el rasgo verdaderamente distintivo de los valores mobiliarios, respecto del resto de los títulos valores, su función económica consistente en la captación de inversión. Así, expresamente viene establecido en la Exposición de Motivos, en la que se alude, al «elemento funcional, que es el destino del valor mobiliario a la captación de la inversión en virtud de un negocio de emisión...» (VII-18).

Además, de forma acertada, no se identifica la homogeneidad con la identidad y en este sentido, el apartado segundo del artículo 651-2.2 alude a que se consideran homogéneos aquellos «que teniendo igual naturaleza y régimen de transmisión, atribuyen a sus titulares un derecho de contenido similar». No hay además hay motivo para considerar integrados en la misma emisión valores que pueden tener rasgos diferentes como el tipo de interés o valor nominal, fecha de emisión o de entrega, determinación del precio de emisión, procedimiento de colocación o cualesquiera otros aspectos accesorios. Y así viene recogido en el apartado tercero en el que se indica que «No afectarán a la homogeneidad las diferencias en el valor nominal, fecha de emisión o de entrega, determinación del precio de emisión, procedimiento de colocación o cualquiera otros aspectos accesorios».

Sentado el concepto, el Anteproyecto de Código Mercantil establece como principio general en esta materia el de la tipicidad en el artículo 651-3, entendida en el

sentido de que existen un *numerus clausus* de valores mobiliarios, que son los que el Código reconoce como tal. El problema es que junto con el principio general se acoge una matización, en virtud de la cual este principio opera «sin perjuicio de la solución que la cuestión merezca en la regulación de los mercados de valores en relación con los valores mobiliarios». El principio general es consecuente con el hecho de que el código pretenda regular únicamente la vertiente estrictamente privada de la relación entre emisor del valor e inversor, al margen de la normativa que al respecto y por intereses de protección de este último y de la transparencia deba dictarse en el marco del conocido como Derecho del Mercado de Valores. Sin embargo, es que con este nuevo inciso parece que podría admitirse la libre creación de valores mobiliarios, lo que ha sido objeto de duras y, acertadas, críticas por parte de los redactores de la propuesta original<sup>8</sup>. Y en consecuencia, el régimen jurídico de los valores mobiliarios será el previsto, en primer lugar, por las normas legales que regulen la clase de valor de que se trate; supletoriamente, por las normas contenidas en el título relativo a los valores mobiliarios; y en defecto, por las normas generales sobre títulos-valores.

Debe valorarse positivamente, a mi juicio, la supresión de un concepto general de valor que aparecía en la propuesta de la Comisión General de Codificación, dentro de los denominados principios generales que inspiran las operaciones en el mercado de Valores (art. 581-1), y a partir de la cual se elaboraba la de instrumento financiero. Así se entendía como tal «derechos nacidos de una relación contractual, de contenido económico, incorporados a títulos o representados por medio de anotaciones en cuenta». Para añadir a continuación, que los valores, tanto si se encuentran agrupados en emisiones, como si se crean individualizadamente, tienen la consideración de instrumentos financieros<sup>9</sup>. Bien es cierto, que desaparece como categoría general, pero aparece sorpresivamente en el artículo 655-1 en el que se alude al ámbito de aplicación del depósito de valores. Sin perjuicio de un comentario posterior sobre este aspecto, lo cierto es que alude la custodia y administración «de los valores u otros instrumentos financieros entregados por el depositante» en el apartado primero; y en el segundo vuelve a retomar en sus términos exactos la definición anteriormente señalada que aparecía dentro de los principios generales. Mención que no se entiende cuando se ha suprimido el capítulo II ya indicado<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Vid. RECALDE CASTELLS, A., «Los valores mobiliarios», en *Hacia un nuevo Código Mercantil* (Coor. A. Bercovitz), Thomson-Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2014, págs. 602-603.

<sup>9</sup> Por tanto, tal y como ocurre con la regulación actual, los mercados de valores son aquellos mercados en los que se negocian instrumentos financieros. Se trata esta de una categoría que se introdujo en la Ley del Mercado de Valores, tras su reforma por la Ley 37/1998, con la finalidad de ampliar el ámbito de aplicación de la ley, al extender a instrumentos en los que no concurría las notas propias de los valores negociables las reglas de transparencia y los controles impuestos por la norma, con un marcado carácter tutelar de los mercados y los inversores

<sup>10</sup> En él, al aludir a la variedad de instrumentos financieros, se señalaba que hay de dos tipos: los valores, omitiendo la referencia que en la LMV (art. 2) se hace a los valores negociables y ni siquiera a la propia de valor mobiliario, que aparece recogida en el Libro Sexto. El motivo de la Comisión parece que es el intento de desvinculación con el funcionamiento de los mercados de valores, aun cuando estamos en un capítulo dedicado precisamente a las operaciones en los mismos; y, los «contratos de opción, futuro o permuta cuyo subyacente sea financiero, o no siéndolo, se liquiden en efectivo, o siendo su liquidación en especie, se negocien en un sistema multilateral de negociación o se liquiden a través de cámaras de compensación reconocidas o sean objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía. También tienen

Se omite como se ve cualquier referencia a su negociación posterior, al considerar que se trata de cuestiones sobre las que debe aplicarse la normativa propia del mercado de valores. Y tal es así, que cuando se define valor mobiliario en el artículo 651-1, únicamente se establece que serán valores mobiliarios los títulos valores emitidos en serie que reúnan las características enunciadas con carácter general para los títulos valores en el Título I del libro VI. Por tanto, frente a la categoría general de los títulos valores, el valor mobiliario representa una subcategoría cuya característica es la emisión en serie.

A la vista de las consideraciones precedentes, si bien es cierto que el concepto de instrumento financiero puede tener esa función omnicompreensiva que permite aplicar el régimen previsto en la LMV, así como la supervisión de la CNMV a un grupo homogéneo de valores y otros instrumentos, no se puede decir lo mismo del concepto de valor que se había recogido por la Comisión General de Codificación. No resultaba entendible la razón por la cual se utiliza el concepto de valor mobiliario, y se hace una llamada al valor negociable, haciendo alusión a cuatro categorías: la general de valor – aunque se mantiene una referencia al aludir al depósito-, la de valor mobiliario, la de valor negociable que se mantiene (vgr. artículo 587-1) y la de instrumento financiero<sup>11</sup>.

### 3. FORMA DE REPRESENTACIÓN

De la misma forma que en el sistema vigente, existe libertad para representar los valores mobiliarios de modo, que podrá optarse por representarlos por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta (art. 652-1). Como importante novedad frente al régimen actual, es posible cambiar la forma de representación contando con el acuerdo de la entidad emisora, frente al sistema actual que parte de la irreversibilidad del sistema de anotaciones en cuenta (art. 652-5). Esta regla de la irreversibilidad había demostrado su inutilidad, porque esto es lo que venía sucediendo de forma habitual en los supuestos de exclusión de cotización de las sociedades cotizadas. Se convierte por tanto en regular lo que venía siendo práctica habitual.

Como excepción al principio general de libertad de elección, se establece el sistema de anotaciones en cuenta como obligatorio en los supuestos de cotización en un mercado secundario oficial o en un sistema multimodal de negociación debidamente reconocido, y en aquellos casos que determine la ley; con la particularidad, lo que si supone una novedad, que, debiendo en todo caso optarse por una de esas formas en el caso de la misma emisión.

Sólo cuando los valores están representados de una de las dos formas señaladas, podemos considerar que existe el valor mobiliario. Hasta ese momento concreto carecen de

---

tal consideración los contratos para la transferencia de riesgo de crédito y los contratos financieros por diferencias».

<sup>11</sup> Sobre la delimitación del concepto de valor y su relación con los instrumentos financieros de nueva creación, resulta de interés el trabajo de RECALDE CASTELLS, A., «Acotación del Derecho de los mercados de “valores” y de “instrumentos financieros”, en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros), RDBB, 118 [2010], págs. 9 y ss.

esa consideración y la transmisión de derechos se realizará, conforme establece el artículo 652-4 por las normas establecidas para la cesión de crédito. Es el sistema que los artículos 116.5 y 120 LSC establecen respecto de las acciones nominativas, que ahora se extiende con carácter general.

### 3.1. Valores mobiliarios representados mediante títulos

Como novedad, se establece una regulación general para el régimen de circulación de los valores mobiliarios representados por medio de títulos, frente al que con carácter específico se recoge en la LSC únicamente para los valores mobiliarios más representativos que son las acciones representadas por medio de títulos. De suerte que desaparece como tal la regulación de las acciones, a las que se aplicará el régimen general previsto en el capítulo III. Bien es verdad, que se acoge sustancialmente la regulación existente<sup>12</sup>.

En el artículo 653-2 se indica que los títulos podrán ser al portador o nominativos endosables. Tal y como aparece, podría dar la impresión de que nominativo endosable es la categoría. No obstante, en artículos posteriores, se alude únicamente a títulos nominativos, por lo que debe entenderse que esta es la forma de denominar a este tipo de títulos. Seguramente la mención “endosables” tiene que ver con el hecho de que es la única forma de circulación de estos títulos, que pese a su carácter nominativo, se transmiten mediante endoso del título tal y como se establece en el artículo siguiente, lo que les asimila a los títulos a la orden<sup>13</sup>. En el caso de los valores mobiliarios representados por títulos la transmisión, tal y como es el régimen actual para las acciones al portador, se producirá mediante la *traditio* del documento. Respecto de estos valores al portador, establece el artículo 653-4, en línea de la actual regulación, que la legitimación para el ejercicio de los derechos documentados en el título se producirá mediante la simple presentación del título a la entidad emisora. Es posible también, siempre y cuando se establezca en los estatutos de la entidad emisora o en el acto de emisión, requisitos que aparecen ahora recogidos expresamente, que se establezca como sistema sustitutivo el de la presentación del documento acreditativo de su depósito o en una empresa de servicios de inversión.

Se regula también la protección del adquirente de buena fe en el artículo 653-5. Tal y como se establece en la Exposición de Motivos, aunque se parte de la consideración del valor mobiliario como título- valor y de la aplicación por tanto, con carácter general del

---

<sup>12</sup> Por ello, vid. con carácter general, DÍAZ MORENO, Comentario «artículo 113», «artículo 114», «artículo 115», «artículo 116» y «artículo 117» en *Comentario de la Ley de Sociedades de capital*, (dirs. Rojo/Beltrán), Tomo I, Civitas-Thomson Reuters, Navarra 2011, págs. 924-957.

<sup>13</sup> El Anteproyecto, siguiendo la Propuesta de la Comisión introduce un novedoso sistema al abrir la puerta a los títulos nominativos para que éstos puedan transmitirse mediante endoso, salvo disposición legal en contrario. Así, con carácter general los títulos valores nominativos, entre los que se encuentran las acciones nominativas podrán transmitirse a través del endoso. Conviene poner de manifiesto desde este preciso instante que los títulos de crédito (letra, cheque y pagaré) en los que conste la expresión “no a la orden” no podrán circular a través del endoso. De este modo la propuesta aplica el mismo régimen de transmisión tanto a los títulos a la orden como a una parte de los nominativos (aquellos en los que no figure la expresión alguna), que podríamos denominar nominativos no directos. Por el contrario, aquellos títulos nominativos en los que conste la expresión “no a la orden”, que podríamos denominar nominativos directos, no son transmisibles a través del endoso, sino a través de las normas del artículo 624-3

régimen de éste último, lo cierto es que es tal construcción planteaba algunos interrogantes respecto a la inoponibilidad de excepciones por parte de la entidad emisora frente al poseedor legítimo de buena fe. El régimen planteado pretende compatibilizar el régimen de protección del adquirente de buena fe, con los riesgos que suscita la emisión de valores por una «corporación que tiene personalidad jurídica, patrimonio propio y cierta capacidad de obrar». Y en esta línea, se establece un régimen especial de excepciones frente al previsto con carácter general para los títulos valores en el artículo 610-14, en el que las excepciones solo resultan posible cuando se basan en relaciones personales con el librador o emisor del título o de tenedores anteriores, siempre que el actual tenedor fuera de buena fe. Al tenedor que hubiera adquirido de buena fe y sin culpa grave, tampoco se le pueden oponer las excepciones relativas a la validez de la transmisión de los títulos a los tenedores anteriores. Sólo se podrán oponer a quien resulte legitimado por el título las siguientes excepciones: las que se deriven del propio título; las que se deriven de los estatutos o del acto de emisión, siempre que su inclusión en el título no fuera obligatoria; las excepciones personales que la entidad emisora pudiera oponer frente al actual titular del valor mobiliario y las que pudiera haber opuesto frente a anteriores titulares del valor cuando el titular actual lo adquiere a sabiendas y con el ánimo de perjudicar a la entidad emisora.

Se regula asimismo para la categoría de los valores mobiliarios, los títulos múltiples, regulados en la actualidad únicamente respecto de las acciones.<sup>14</sup> Cabe la posibilidad, si así se contempla en el acto de emisión de los valores, de que la entidad emita títulos que agrupen una pluralidad de valores individuales, teniendo la consideración a todos los efectos de valores mobiliarios (art. 653-7). Los requisitos para la emisión de esos títulos son, de un lado que se trate de valores de la misma serie; de otro, que contengan las mismas menciones que los títulos individuales y además, el número y valor nominal de los valores que agrupen. Se prevé igualmente la posibilidad (art. 653-7), de fraccionar el título múltiple en tantos individuales o múltiples fraccionados como correspondan al tenedor del título múltiple.

### **3.2. Acciones**

En la sección tercera se regulan las acciones, consideradas tradicionalmente como los valores mobiliarios por excelencia. A diferencia de la LSC, donde se regula todo el régimen de las acciones, en el Anteproyecto de Código Mercantil, se regulan las acciones y obligaciones representadas mediante títulos, para después pasar a regular de forma muy reducida el régimen de las anotaciones en cuenta.

Así, sin diferencia respecto del régimen actual, se establecen los supuestos en los que las acciones necesariamente han de ser nominativas, que son cuando no estén íntegramente desembolsadas, cuando se contemplen en los estatutos restricciones a la libre transmisión, o cuando lo establezcan normas especiales. Se admite que su representación no sea necesariamente mediante títulos, sino que también lo sea a través de anotaciones en cuenta, como forma que también identifica al titular. Por lo demás, se establece a que las acciones estarán numeradas correlativamente, y al contenido mínimo del título. En relación

---

<sup>14</sup> Vid. DÍAZ MORENO, A. «Artículo 114», op.cit., pág. 936.

con este, se aclara cómo deben hacerse constar, en su caso, las restricciones a la libre transmisibilidad.

Se alude también al Libro registro de acciones nominativas, con la particularidad de que se recoge el derecho a exigir a los administradores de la sociedad emisora a «que procedan de inmediato a inscribirlas» en el Libro Registro, puesto que a esta inscripción se sigue anudando con carácter general, como en el actual régimen, la legitimación del titular del mismo -bien es cierto que se establece la posibilidad de hacer valer los derechos desde la solicitud de la inscripción, aunque sólo para los casos en los que se hubiese denegado la inscripción sin causa justificada (art. 231.27), por lo que tampoco es tanto el cambio-. Esta mención debe ser expresamente saludada, porque, si bien es cierto que sobre los administradores de la sociedad pesa el deber de practicar la inscripción en el Libro Registro, de forma inmediata y regular; y que este deber debe ser entendido como una manifestación más del deber de diligencia y de información diligente que pesa sobre cada uno de los administradores de la sociedad *ex artículo 225 LSC*<sup>15</sup>; pero, el hecho de que se recoja una exigencia legal de inmediatez permitirá para modular de forma más clara la responsabilidad de los administradores en caso de demorar la inscripción o incluso de evitarla.

Se contempla igualmente, la entrega de resguardos provisionales en la subsección segunda. El artículo 653-12 regula la obligación de la entidad emisora en tanto no sea posible la entrega de los títulos definitivos de las acciones. En el momento que ello sea posible, pesa sobre los administradores la obligación de proceder a su impresión y a su entrega, a cargo de la sociedad emisora.

La subsección tercera regula la sustitución de los títulos, cuya disciplina es en esencia la establecida en el artículo 11 LSC, si bien se contempla con más detalle algunos extremos como el plazo, la anulación de las acciones y los títulos no retirados, además de que se adapta a las formas de convocatoria de la junta, como son la pagina web u otros medios de comunicación individualizada previstos en los Estatutos. Así, en el artículo 653-4 se admite la posibilidad de que la sustitución de los títulos se haga por otros nuevos, o bien se proceda a su anotación en el registro en anotaciones en cuenta, posibilidad no contemplada en la actualidad, concretándose los supuestos en los que procederá la sustitución, que son una modificación de estatutos o una modificación estructural. El requerimiento se hará mediante publicación en el BORME y en la página web, o bien en dos diarios de mayor circulación, no ya en la provincia, sino en el lugar del domicilio social. Con la posibilidad de si son nominativos, utilizar para comunicar el medio establecido en los estatutos. Dependiendo del medio concreto utilizado, se computará el plazo para la presentación de los títulos que en ningún caso puede ser inferior a un mes.

Se concreta ahora (art. 653-17) el plazo con el que cuentan los administradores para otorgar escritura pública para hacer constar la anulación de los títulos, que se sitúa en los 7 días siguientes a aquel al que hubiera finalizado el plazo de presentación para el rescate de los títulos que hubieran de ser sustituidos, con independencia de que se hubieran o no presentado. Se contempla también como novedad en el artículo 653-19, la posibilidad

---

<sup>15</sup> Vid. nuestro comentario la eficacia legitimadora del libro registro de acciones nominativas: El control de la regularidad de la inscripción como manifestación del deber de diligencia que pesa sobre los administradores (a propósito de la STS de 16 de febrero de 2007), *RdS* 30[2007], págs. 483 y ss.

de que la entidad emisora, pueda en lugar de optar por la enajenación de los títulos no retirados transcurridos tres años desde la fecha de anulación por cuenta y riesgo de los interesados a través de un miembros de la Bolsa, o con la intervención de un notario; o, bien adquirirlos por su valor razonable, para su posterior amortización, reduciendo simultáneamente el capital social. En el primer caso, se aligera el régimen previsto para el depósito del importe líquido que se obtenga de la enajenación puesto que se admite cualquier entidad de crédito con oficina abierta en el municipio del domicilio social, en lugar del Banco de España o Caja General de Depósitos como prevé el actual 117.3. in fine LSC.

### **3.3. Obligaciones**

#### **3.3.1. Régimen general**

Junto a las acciones, se regula ahora en la sección 4ª las obligaciones, fruto de la opción de política legislativa seguida de regular con carácter general la categoría de los valores mobiliarios, y con carácter específico, los dos más representativos. No obstante, en esta sección cuarta, únicamente se alude a la representación de las obligaciones mediante títulos. Se opta por mantener el régimen de las mismas dentro del régimen propio de las sociedades anónimas como venía recogido en la Propuesta de Código Mercantil y ha venido sucediendo tradicionalmente en nuestro Ordenamiento, en el que se reservaba a esta forma social; pero con la contradicción que supone que en su articulado, se aluda a su emisión por “las sociedades de capital”.

El hecho de que las obligaciones, sean junto con las acciones los valores mobiliarios más característicos nos lleva, a efectos sistemáticos a considerar su régimen jurídico junto con el de las acciones, pese a que en el Anteproyecto de Código Mercantil se regulen en el capítulo V del Libro II dedicado a las sociedades mercantiles y no en el de los títulos-valores. Se trata esta de una materia que ha sufrido significativas variaciones, al objeto básicamente de fomentar esta vía de financiación para las sociedades, sin que ello signifique, obviamente, disminuir la debida protección a los obligacionistas. Como novedades, se suprimen los límites máximos de emisión, se establece la posibilidad de emitir obligaciones subordinadas y canjeables, se establece una nueva distribución en cuanto a competencia para la emisión de obligaciones, y se aligera el régimen de las garantías de emisión.

Pero la novedad fundamental, sin duda, se encuentra en el régimen de la emisión de obligaciones, donde encontramos la diferencia más significativa frente al régimen actual previsto en la LSC y también en la Propuesta de la Comisión General de Codificación. Recordemos que en esa Propuesta desaparece la referencia expresa a la sociedad de responsabilidad limitada como forma social a la que se prohíbe la emisión de obligaciones, debido en buena medida a que en la LSC sólo se regulan tres tipos sociales, y sólo está prohibido para las sociedades limitadas. En la Propuesta, a diferencia de la LSC, se regulan las sociedades mercantiles, y entre ellas las sociedades personalistas, a las que no está tampoco permitida la emisión de obligaciones. En el Anteproyecto de Código Mercantil, en cambio, se establece en el artículo 235-1 que «Las sociedades de capital podrán emitir

series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda», remitiendo en el caso de la sociedad limitada que emita obligaciones al régimen previsto en los artículos 233-4 a 233-9 respecto de las aportaciones no dinerarias.

La prohibición de emisión de obligaciones por parte de la sociedad limitada se justificó por los redactores de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, en la Ley de Sociedades de Capital y también en la Propuesta de Código, en un aspecto tipológico, puesto que se conecta a la idea de sociedad cerrada, que no recurre para su financiación al ahorro público y que por tanto, no cuenta con normas cautelares suficientes para proteger al público inversor. Se niega, de este modo, a las PYMES instrumentos de financiación idóneos para el propio desarrollo de la empresa, obligando a que opte por otras vías mucho más costosas para la sociedad<sup>16</sup>, tales como las subvenciones públicas o los préstamos bancarios, cuando en realidad apenas si existen diferencias en relación a las sociedades anónimas cerradas en las que no resulta de aplicación esta prohibición<sup>17</sup>. A lo anterior, se une el dato de que la imposibilidad de emitir valores que, por ejemplo, no otorguen la condición de socio, no podría fundamentarse en el carácter cerrado de la sociedad. Se deduce de ello la inconsistencia del argumento tipológico<sup>18</sup> como justificación de esta medida. Podría entonces pensarse, que la razón última es la de considerar insuficiente el régimen de garantías en relación a terceros. Sin embargo, el régimen de capital establecido para la sociedad de responsabilidad limitada, es, en algunos puntos, más severo que el de la sociedad anónima -desembolso íntegro del capital desde el momento inicial, régimen de responsabilidad por las aportaciones in natura, etc.-, por lo que tampoco serviría como argumento que justifique de forma clara la prohibición. Por tanto, este cambio en el Anteproyecto debe ser a mi juicio saludado<sup>19</sup> en favor de una

<sup>16</sup> En este sentido crítico se pronunciaba, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M<sup>a</sup>, «La prohibición de emitir obligaciones y otros valores negociables agrupados en emisiones (Comentario al art. 9 LSRL)», *RdS* 9[1997], págs. 66 y ss. Igualmente, TAPIA HERMIDA, A. J., «Instrumentos jurídicos para la financiación de la sociedad de responsabilidad limitada», *Número. extraordinario. RdS* 1994, pág. 445.

<sup>17</sup> Por contra, señala COTTINO, G., «La sociedad de responsabilidad limitada entre norma y realidad: reflexiones sobre un proyecto de reforma extraordinario» *RdS* núm extraordinario 1994, pág. 147-148, que aun cuando es cierto que la sociedad de responsabilidad limitada se encuentra », , con problemas de financiación «son, sin embargo, en cierto sentido un coste que se paga por la adopción del instrumento y los cuales se pueden obviar o, de derecho, con la previsión de un capital más alto del mínimo o de responsabilidades colaterales, o bien, de hecho, con la prestación de garantías».

<sup>18</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «La sociedad de responsabilidad limitada en el sistema español de sociedades de capital», en AA.VV. *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada. Estudio sistemático de la ley 2/1995*, McGraw-Hill, Madrid 1996, Tomo I, pág. 35, En igual sentido, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M<sup>a</sup>, «La prohibición de emitir obligaciones y otros valores negociables agrupados en emisiones.», op.cit., págs. 65 y ss; VELASCO SAN PEDRO, L., «Concepto y caracteres de la sociedad de responsabilidad limitada», en AA.VV., *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, McGraw-Hill, Madrid 1996., quien califica esta medida de «arbitraria» (pág. 44) e incluso «inconstitucional» (pág. 61).

<sup>19</sup> Vid. al respecto, SANCHEZ ALVAREZ, M. M<sup>a</sup>, «La prohibición de emitir obligaciones.», op.cit., pág. 75, quien propone como alternativa al régimen actual la posibilidad de permitir sólo la emisión de obligaciones nominativas, prohibiendo las obligaciones a la orden o al portador; BERCOVITZ, A., «Una visión crítica del Proyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada» en *La reforma de la sociedad de responsabilidad limitada*. Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de comercio, Madrid, 1994, pág. 103, se muestra favorable a la reserva en favor de la sociedad anónima de la emisión de obligaciones, si bien señala que debería permitirse a las PYMES lograr empréstitos con determinadas entidades que lo único que quieren «es que el crédito esté documentado y dividido en títulos fraccionarios, para poder negociarlos en su caso».

mayor posibilidad de financiación de estas sociedades que conduciría, sin duda a un mayor éxito de las mismas<sup>20</sup>. Máxime cuando se establece en el artículo 235-11 que sólo las sociedades anónimas y las comanditarias por acciones puedan emitir obligaciones convertibles en nuevas acciones de la propia sociedad emisora o en nuevas acciones de otra dominada por ella, y obligaciones canjeables por acciones ya emitidas por la propia sociedad o por acciones ya emitidas por otra distinta.

Otra novedad significativa consiste en las condiciones fijadas para la emisión, al haberse suprimido el límite máximo previsto en el artículo 405 LSC. Esta exigencia venía impuesta, como ha señalado nuestra doctrina, como garantía de solvencia de la sociedad. Sin embargo, tal función que tenía sentido a mediados del siglo XX, no la tiene en la actualidad<sup>21</sup>, porque las deudas de la sociedad pueden ser mucho más abultadas y diferentes a las que suponen la emisión de obligaciones; además de que no puede solo tomarse como punto de referencia para determinar la solvencia de la sociedad, la cifra de capital y reservas. Con acierto, por tanto, este requisito se sustituye ahora por la exigencia recogida en el artículo 235-2, que establece la obligación para las sociedades que emitan obligaciones «de tener auditadas, aprobadas y depositadas en el Registro mercantil las cuentas anuales de los dos – la Propuesta de la Comisión hablaba de tres– ejercicios sociales anteriores a la fecha de la emisión o, si fuera de nueva creación, las de los ejercicios que hubieran finalizado. Si no hubiera finalizado ninguno, los administradores redactarán un balance de situación, que deberá ser verificado por el auditor de cuentas de la sociedad y, a falta de éste, por el que nombre el registrador mercantil». Se prevé además que si la sociedad de nueva creación fuera constituida por fusión o por escisión total de varias sociedades preexistentes, deberán cumplir los mismos requisitos las cuentas de las sociedades extinguidas relativas a los tres ejercicios anteriores a la fecha de la emisión.

Además, se establece con carácter expreso, que el régimen general de las obligaciones será el establecido en el Código, sin perjuicio de que resulten además aplicables normas específicas en atención a la naturaleza del emisor o de la cotización de los valores en un mercado secundario oficial.

En cuanto a la competencia, frente al régimen previsto en el artículo 406 LSC, en el que a pesar de la confusa redacción, parece que es la junta general la competente para la emisión de obligaciones, posibilidad que no resulta posible conferir a los administradores por vía estatutaria, en el Código se opta por establecer dos supuestos diferenciados. El primero, las emisiones de obligaciones, pueden calificarse de “normales”, será competencia del órgano de administración, salvo que en los Estatutos se establezca que sea la Junta. De esta forma se amplía la competencia de los administradores que hasta ahora sólo podían ejecutar los acuerdos de la Junta. Y ello, sin establecer ningún límite en cuanto al endeudamiento de la sociedad. El segundo, es el relativo a la emisión de obligaciones convertibles en acciones, o de obligaciones que atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales. En este caso, la competencia será de la Junta General, sin posibilidad de excepción por parte de los estatutos sociales. En este caso, y por aplicación de los 233-43 y 44, se aplicará un quórum de constitución y unas mayorías

<sup>20</sup> En este sentido, LEÓN SANZ, F.J., «Las obligaciones» *RdS* 36[2011], pág.237.

<sup>21</sup> VALPUESTA GASTAMINZA, E., «Artículo 405. Límite máximo» en AA.VV., *Comentario al régimen legal de las sociedades de capital*, Tomo II, Navarra, 2011, pág. 405.

cualificadas. Se aprecia con ello claramente el deseo del legislador de favorecer la emisión aligerando los requisitos, salvo en aquellos supuestos en los que pudiera suponer mayor riesgo para los obligacionistas y para los accionistas de la sociedad, en los que se mantiene el criterio tradicional de adopción por la Junta.

Por otra parte, expresamente se contempla la posibilidad de suscripción incompleta en el artículo 235-7, a la que en la actualidad se refiere el artículo 311 RRM, en el que se alude a que en ese caso se hará constar, mediante nota marginal, el importe efectivamente suscrito. Cabe no obstante, excepcionarla si en el acuerdo de emisión se hubiera previsto expresamente lo contrario. Se adopta, en este sentido el régimen previsto para el aumento incompleto de capital social en las sociedades limitadas.

La suscripción de las obligaciones implica la incorporación al sindicato de obligacionistas. Además, como mecanismos expresos de protección a los obligacionistas, establece el artículo 235-9, que la sociedad «no podrá acordar el reparto de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos ni acordar la reducción voluntaria del capital social, si el valor del patrimonio neto fuera o, a consecuencia del reparto, resultare ser inferior al valor de ese patrimonio a la fecha de la emisión de las obligaciones». Este precepto supone dos novedades frente al artículo 411 LSC. En primer término, no se exige consentimiento del sindicato de obligacionistas y en segundo término, no se hace, porque se establece un límite cuantitativo motivado por el hecho de que en la propuesta haya desaparecido el límite a la emisión de obligaciones por parte de la sociedad que se fijaba en los fondos propios. Con el establecimiento del patrimonio neto existente a la fecha se garantiza a los obligacionistas de que no se les va a trasladar el riesgo económico de la actividad empresarial, dado que es el capital el que debe servir como cifra de garantía frente a terceros acreedores.

Finalmente, como novedad se contempla la emisión de obligaciones subordinadas (art. 235-8) a la satisfacción de determinados créditos de la sociedad emisora o a la amortización de otras obligaciones de emisión posterior, prohibiendo en cualquier caso que se establezcan garantías sobre las mismas.

### 3.3.2. En particular, obligaciones convertibles y obligaciones canjeables

La sección segunda (arts. 235-10 a 2535-23) regulan de forma conjunta las obligaciones convertibles, hasta ahora reguladas en la LSC (arts. 414 a 418)<sup>22</sup> y las obligaciones canjeables, que aparecen mencionadas en el art. 2.1. letra c LMV y en el art. 3.2. c del RD1310/2005, aunque sin carecer de un régimen material propio. Es cierto que ambos tipos de obligaciones suscitan cuestiones similares en cuanto a la protección de los obligacionistas, pero también lo es que guardan importantes diferencias, en la medida que el caso de la conversión de las obligaciones convertibles se sustancia mediante un aumento de capital, no que ocurre en el caso del canje. De las diferentes posibilidades de canje que podrían darse, como es el caso de canje por acciones propias en régimen de autocartera, o de conversión de bonos inicialmente emitidos como canjeables, el supuesto que se contempla únicamente es el relativo a la conversión en acciones de otra sociedad dominada por la sociedad emisora.

Uno de los aspectos que diferencian ambas obligaciones es el relativo al límite de su emisión que viene recogido en el artículo 235-11. Si bien, en ningún caso pueden emitirse por una cifra inferior al valor nominal de cada una de ellas, en el caso de las canjeables se establece como límite que no podrán emitirse por importe superior al veinte por ciento del capital de la sociedad en el momento de la autorización, que se rebaja al diez por ciento si fuera cotizada, con la prohibición además de que las acciones objeto de canje no puedan tener limitaciones a la libre transmisibilidad.

En cuanto a la competencia para la emisión de obligaciones convertibles es de la Junta general (art. 235-12). Nada se dice de las obligaciones canjeables, pero se entiende que el régimen en este sentido es el mismo, puesto que después cuando se alude al acuerdo de emisión (art. 235-15) se alude a que en el acuerdo de emisión, que se adoptará con los mismos requisitos que para la modificación de Estatutos, se determinarán las bases y las modalidades de la conversión o del canje. En el caso de obligaciones convertibles en acciones de la propia sociedad, se acordará simultáneamente el aumento de capital en la cuantía necesaria. En el caso de obligaciones canjeables, la junta general de la dominada deberá haber acordado con anterioridad el aumento de capital en la cuantía necesaria.

Respecto al derecho de suscripción preferente, se opta con acierto por equiparar el derecho de suscripción preferente en caso de obligaciones convertibles en acciones con el que asiste a los accionistas en caso de emisión de nuevas acciones. Debe tenerse en cuenta que el fundamento del ejercicio del derecho en ambos casos es idéntico, proteger a los accionistas frente a las eventuales consecuencias perjudiciales para sus intereses que podrían tener, de un lado, la emisión de nuevas acciones, y por otro, la emisión de valores que igualmente pueden dar lugar a un aumento de capital indirecto con emisión de nuevas acciones. De hecho, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en el asunto C-338/06 (Sentencia de 18-12-2008)<sup>23</sup> estableció que nuestro país no cumplía la Segunda Directiva

---

<sup>22</sup> Vid, GARCÍA DE ENTERRÍA, J. «Obligaciones convertibles», en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, (dirs. Rojo/Beltrán), Tomo I, Civitas-Thomson Reuters, Navarra 2011, págs. 2830-2858.

<sup>23</sup> Vid el comentario de TAPIA HERMIDA, A., «La supresión de derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas y una cuestionable modificación legal (Comentario a la Sentencia del Tribunal de

en materia de sociedades, al no prever que la junta pudiera acordar la supresión del derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles, como sí sucedía respecto de las acciones. Para dar cumplimiento a la misma, había dos opciones: la remisión al régimen previsto para la supresión del derecho en el caso de aumento de capital mediante emisión de nuevas acciones, o bien, regularlo de forma específica. Esta segunda fue la opción acogida, y la primera es la que ahora acoge el Anteproyecto. De esta manera se evitan los problemas de interpretación y prácticos a que había dado lugar el régimen previsto en el art. 417 LSC.

También debe tenerse en cuenta lo previsto en el artículo 285-7 del Anteproyecto de Código Mercantil, relativo a la delegación de la facultad de excluir el derecho de preferencia en caso de emisión de obligaciones convertibles, en el que se indica que en el caso de que se delegue en los administradores la facultad de emitir obligaciones convertibles, también se podrá delegar la de excluir el derecho respecto a las emisiones que sean objeto de delegación, estableciéndose un conjunto de garantías al respecto, tales como que la exclusión conste expresamente en el anuncio de la convocatoria de la junta general donde se haya de tratar la delegación en los administradores, la puesta a disposición a los accionistas de un informe de los administradores y de los auditores sobre cada emisión concreta.

A los mecanismos que ya se arbitran en el art. 418.3 LSC para proteger a los obligacionistas con anterioridad a la conversión, que consisten en la prohibición de reducir capital mediante condonación de las obligaciones de realizar las aportaciones pendientes o la restitución de aportaciones a los accionistas en tanto existan obligaciones convertibles, se añade ahora la prohibición de constituir o incrementar reservas voluntarias, concretándose el plazo que debe transcurrir como mínimo desde la publicación de la oferta que se circunscribe a un mes.

Como cláusula de cierre, se establece en el artículo 235-23 que en el supuesto de que las sociedades anónimas y comanditarias por acciones emitan otros valores que den derecho a suscribir acciones u otros valores, sean de la sociedad emisora o de una dominada por ella, resultarán de aplicación el régimen previsto para las obligaciones convertibles. Se trata de una previsión acertada en cuanto que dota de seguridad jurídica la posible aparición de nuevos valores a los que en virtud de esta cláusula resultará de aplicación la disciplina contenida en el Código.

---

Justicia de las Comunidades Europeas, Sala Primera, de 18 de diciembre de 2008, asunto C-338/06, Comisión de las Comunidades contra Reino de España», *RdS* 33[2009], págs. 237 y ss.

### 3.3.3. El comisario

La sección tercera (arts. 235-24-235-28) regula el estatuto del comisario, que sólo parcialmente venía recogido en los artículos 427 y 428 LSC<sup>24</sup>, introduciendo algunas modificaciones y completando el régimen existente.

En primer término resulta una novedad el hecho de que el nombramiento del comisario se atribuya al Registrador Mercantil en lugar de a la sociedad emisora de los valores. Se establece además expresamente, que deberá tratarse de una persona física o jurídica «con reconocida experiencia en materias jurídicas o económicas», lo que deja traslucir la importancia de las funciones atribuidas al comisario. Además, se contempla la retribución del comisario, extremo sobre el que la LSC no contiene ninguna previsión, estableciéndose que el registrador que lo nombre fijará su retribución atendiendo al importe de la emisión. Los términos en los que aparece redactado llevan a pensar que en todo caso va a ser un cargo retribuido, lo que no parece que tenga excesivo sentido, habida cuenta de que el cargo de administrador será gratuito salvo que se disponga otra cosa. Debería ser únicamente un criterio que permitiera modular la retribución, en el caso en que se considere el cargo retribuido.

Se regulan también ahora las prohibiciones para el ejercicio de este cargo, que no vienen contempladas en la LSC, aun cuando parece claro que no podía nombrarse a quien estuviera vinculado a la sociedad o a sus sociedades. En el Anteproyecto de Código Mercantil, se concreta ese régimen de incompatibilidades, estableciendo en el artículo 235-25, que no podrá ser comisario quien esté o haya estado vinculado directa o indirectamente o preste o haya prestado servicios profesionales a la sociedad emisora o a cualquiera de las sociedades del grupo en los últimos cinco años; Y además, no podrá poseer directa o indirectamente acciones de la sociedad emisora, ni suscribir ni adquirir las obligaciones que la misma emita.

En cuanto a sus facultades, en el artículo 235-36 se mejora la redacción del artículo 427 LSC, estableciendo que «tutelará los intereses comunes de los obligacionistas», y que será el representante legal del sindicato de obligacionistas, así como el órgano de relación entre la sociedad y los obligacionistas. Además de las funciones que la escritura de emisión y en su caso el sindicato de obligacionistas le atribuya, se reconoce un amplio derecho de información al comisario en relación con las cuentas anuales y el informe de gestión (art. 235-26), así como recibir cada tres meses, la certificación del número de obligaciones en circulación; también podrá requerir al auditor de cuentas de la sociedad los informes complementarios que puedan interesar al sindicato (art. 235-28).

En correspondencia con las facultades que se le atribuyen, así como de los derechos de información que le asisten, se contempla con carácter expreso en el artículo 235-28 que el comisario responderá frente a los obligacionistas, y , en su caso, frente a la sociedad, de los daños que cause por los actos realizados en el desempeño de su cargo sin la diligencia profesional con que debe ejercerlo.

---

<sup>24</sup> Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «Obligaciones convertibles», op.cit., págs. 2899-2907.

### 3.3.4. El sindicato de obligacionistas

Del sindicato de obligacionistas se ocupa la sección 4<sup>a</sup>, que contiene novedades respecto de la actual regulación contenida en los art. 419 y ss LSC, que contribuyen a establecer garantías para los obligacionistas en términos de seguridad jurídica. Entre estas novedades se encuentra la obligación de convocatoria por parte del comisario cuando lo soliciten obligacionistas que representen, al menos, el uno por ciento de las obligaciones emitidas y no amortizadas, frente a la vigésima parte que establece el art. 422 LSC. En cuanto a la forma de la convocatoria, se establece que debe haber un plazo mínimo de 30 días desde la publicación del anuncio o la remisión de la comunicación al último obligacionista, estableciéndose la remisión a los requisitos exigidos para la celebración de la junta general de accionistas cuando se traten asuntos relativos a la modificación de las condiciones de la emisión, de las garantías u otros de importancia similar (art. 235-32.)

También se regula con carácter novedoso la asistencia y derecho de representación en la asamblea (art. 235-34), el valor del derecho de voto, que será proporcional al valor nominal no amortizado (art. 235-35), y se modifican las mayorías para la adopción de acuerdos (art. 235-37), que con carácter general se adoptaran por mayoría de los votos y en determinados supuestos, con el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación.

El reembolso y rescate de las obligaciones se regula en la sección 5<sup>a</sup>, que a la regulación existente en la LSC, con ligeras modificaciones, añade la regulación del vencimiento anticipado de las obligaciones (art. 235-42), así como la atribución de una serie de facultades extraordinarias al comisario en ese caso (art. 235-43).

Finalmente, se introduce en la sección 6<sup>a</sup>, la regulación de la emisión de obligaciones en el extranjero, indicando que la ley española determinará la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión; y en su caso, los términos y condiciones de la emisión se regirán por la ley del país donde se efectúe la emisión.

## 3.4. Valores representados por medio de anotaciones en cuenta

El régimen de los valores representados mediante anotaciones en cuenta viene recogido en el capítulo IV. Debe dejarse constancia que frente a la opción de la Comisión General de Codificación, que apostaba por introducir un régimen detallado y novedoso en alguno de sus aspectos, introduciendo cambios significativos<sup>25</sup>, como el reconocimiento explícito de

---

<sup>25</sup> En este sentido, en la Propuesta elaborada por la Comisión, se contempla dos sistemas de anotación diferentes, atendiendo a si los valores son cotizados o no. Por un lado, el sistema de cuenta única (subsección primera, artículos 654-4 y 654-5). Tratándose de valores mobiliarios no cotizados se opta por un sistema de “cuenta única”, de cuya llevanza se encarga una entidad autorizada que hubiera contratado la entidad emisora. En el caso de los valores cotizados (subsección 21, artículos 654-6 a 654-8) se opta por un sistema de “cuenta doble”, en virtud del cual, la gestión de la primera cuenta corresponde en todo caso a la entidad encargada de la llevanza del registro central, y en él se anotarán los valores gestionados por las entidades participantes en esa entidad, indicando el saldo global de valores inscritos en las cuentas de detalla de la citada entidad a nombre de sus clientes y el saldo de valores que pertenecen a la propia entidad participante; mientras que los registros de detalle, que corresponden a las entidades participantes, se anotará la titularidad, los derechos reales, los embargos y los demás gravámenes sobre los valores

la existencia de dos sistemas de anotaciones en cuenta dependiendo de si se trata de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de mobiliarios.

También respecto de la constitución como valor mobiliario (sección 3ª, artículos 654-9-654-10), se establece un régimen diferenciado tratándose de valores cotizados o no. Los valores se constituirán en virtud de la anotación de los mismos a nombre del titular en la cuenta única si no son cotizadas; o bien en la cuenta de detalle si son cotizados. En cuanto al contenido, será el que resulte del acuerdo de emisión elevado a público o certificado, o en su caso, el exigido para el folleto informativo, o el publicado en el Boletín oficial correspondiente tratándose de deuda del Estado, comunidades autónomas u organismos públicos.

En cuanto a la legitimación (sección cuarta), el artículo 654-11 mantiene la legitimación mediante la anotación, bien en la cuenta única abierta, bien en la cuenta de detalle; esa inscripción permite presumir la condición de titular legítimo y por tanto, se podrá exigir de la entidad emisora del valor que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el mismo, tal y como en la actualidad viene establecido en el artículo 11 LMV. En el mismo sentido, la entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en valor de quien se encuentra legitimado, se liberará aunque no sea el titular del valor mobiliario.

La transmisión se regula en la sección 5ª (artículos 654-12-654-20) y se basa como en el régimen actual (art. 9 LMV y desarrollo reglamentario) en un sistema de transferencia contable, con la particularidad de que en la propuesta, siguiendo la tónica descrita, se establece un régimen diferenciado atendiendo a la consideración o no del valor como cotizado. En el caso de valores no cotizados, la transferencia se anotará en los epígrafes correspondientes de la cuenta única abierta en la entidad contratada; si son valores cotizados, se realizará entre las cuentas de detalle abiertas a nombre de las titulares en las entidades participantes en aquella a la que corresponda la llevanza del registro central. Esas anotaciones tendrán los mismos efectos que la tradición de los títulos, y en este sentido, la transferencia será oponible a terceros desde el momento en que se efectúe la inscripción de la transmisión (654-14). El tercero no estará sujeto a reivindicación a no ser que en el momento de la adquisición hubiera obrado de mala fe o culpa grave. Será la entidad que practica la inscripción la que responda de las eventuales omisiones, errores o de la incorrecta anotación en las cuentas que les fuera imputable frente al titular real de los valores o frente a cualquier persona que tuviera algún derecho sobre los mismos. Asimismo, y siguiendo el régimen actual, (art. 9 LMV) la entidad emisora no podrá oponer al adquirente de buena fe más excepciones de las que podría haber opuesto al poseedor de un valor representado mediante títulos.

La equiparación entre tradición del título e inscripción en el registro determina que en los casos en los que la primera no sea la forma exigida, como sucede, por ejemplo, en los supuestos de sucesión mortis causa, la adquisición de valores podrá producirse sin transferencia contable. Este supuesto viene regulado en el art. 654-17, en el que se establece el derecho, previa acreditación de la adquisición, a proceder a la inscripción del nombre de quien estuviera legitimado. En tanto la inscripción se produce, los actos y negocios jurídicos de transmisión inter vivos de valores producirán los efectos de una simple cesión de derechos incorporeales.

Se establece un régimen más amplio en relación con la constitución de derechos reales limitados, derechos de opción, o cualquier otra clase de gravámenes, en relación con el artículo 10 LMV, que se limita a considerar que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título, y a la oponibilidad del gravamen a terceros desde el momento de la correspondiente inscripción. En el artículo 654-18, se extiende a otros derechos reales, derechos de opción u otros gravámenes, aclarándose en el artículo siguiente cuál es la ley aplicable, que será la Ley del Estado donde radique la cuenta en que se deban inscribir. Esta remisión se entiende hecha a su legislación material, sin tener en cuenta las normas que, para decidir la cuestión relevante, se remitan al a legislación de otro Estado. Se indica además, el ámbito de aplicación de esa ley. De esta forma, se pueden solucionar problemas existentes en la actualidad ante la ausencia de un régimen claro al respecto. Además, se establece con carácter novedoso, un procedimiento ejecutivo especial para los supuestos de prenda sobre valores cotizados en el artículo 654-20, que permite de una forma mucho más ágil y segura la ejecución de la garantía.

Finalmente, se regula en la sección 6ª los certificados, cuyo fundamento sigue siendo el mismo que en el régimen actual, y donde se añaden, no obstante, algunos elementos que completan el régimen, como es la vigencia del certificado, que no podrá ser superior a tres meses (art. 654-23); la posibilidad de transmitir todos o parte de los valores a los que se refiera el certificado, o la constitución de derechos reales, aunque no hayan sido restituidos (art. 654.24); o, la admisión como excepción de las inscripciones ordenadas por la autoridad judicial o administrativa aún no se haya devuelto el certificado o siga vigente.

negociación o no, en el Anteproyecto se ha optado por mantener básicamente la regulación existente, lo que hace que el resultado final ofrezca una apariencia de «régimen parcial y, en buena medida, anticuado»<sup>26</sup>. De hecho la única novedad es el hecho mismo de su regulación en el Código, a pesar de que ha quedado simplemente una alusión al régimen aplicable, que remite a la legislación que regula el mercado de valores, al órgano competente, y a al procedimiento ejecutivo especial de la prenda de valores cotizados anotados en cuenta. Por tanto, se trata de una materia cuyo régimen sigue siendo el previsto en la Ley del Mercado de Valores (sustancialmente en sus artículos 5 a 12 y en su normativa de desarrollo (RD 116/1992).

En cuanto al órgano competente (art. 654-2), salvo delegación expresa de esta facultad, se adoptará por el órgano que acuerde la emisión de valores, y que, manteniendo en este punto la actual regulación, permite prescindir de una escritura pública. En la Propuesta se había añadido que debería en todo caso sustituirse la escritura por, como mínimo, una certificación expedida por el órgano de administración suscrito por firmas legitimadas, así como indicando que en caso de valores no cotizados el acuerdo deberá elevarse a escritura pública (art. 654-2).

#### 4. DEPÓSITO DE VALORES

El capítulo V se denomina “Del depósito de Valores”. En la propuesta de la Comisión General de Codificación aparecía regulado dentro de la categoría de los contratos financieros instrumentales- lo que tenía más lógica, que en el Anteproyecto de Código Mercantil ha desaparecido como tal. En todo caso, aparece como categoría del contrato de depósito atendiendo al objeto sobre el que se proyecta el depósito.

A pesar de que la denominación alude al depósito de valores, lo que podría hacer pensar que es la finalidad de depósito o custodia el objeto de este contrato, lo cierto es que el contrato, tal y como viene configurado, tiene por objeto, tanto la custodia como la administración de los valores entregados por el depositante al depositario, que debe ser una entidad autorizada legalmente para ello (art. 655-1)<sup>27</sup>. Como ya se indicó, se alude, con las connotaciones que ello tiene a los valores u otros instrumentos financieros como objeto de custodia y administración.

Como en el contrato de depósito en puridad se trata de una obligación de custodiar<sup>28</sup>. El hecho, apunta la Exposición de Motivos, de que se admita el depósito de

---

<sup>26</sup> Así, acertadamente, se expresa ROJO, a., en «Los títulos valores». op.cit., pág. 593. Especialmente crítico, apuntando las razones sobre la exclusión de este régimen, que atiende a consideraciones que van más allá de aspectos técnico-jurídicos, RECALDE CASTELLS, A., «Los valores mobiliarios», op.cit., págs. 610-614.

<sup>27</sup> Vid. con carácter general, MADRAZO, J., «Los contratos de servicios de inversión» en *Los mercados financieros*, Tirant lo Blanch Tratados, 2013, págs.755-761.

<sup>28</sup> De hecho, la custodia tratándose de valores representados mediante anotaciones en cuenta, ha supuesto una desnaturalización de esa obligación de custodia. Y como se ha indicado, se concreta en la inscripción del valor en el registro correspondiente y en su conservación de forma individualizada y separada de las carteras de la empresa prestadora del servicio. Razón por la que se puede aludir a un tipo contractual diferente, como es el del contrato de administración de valores. Vid. CORTÉS, *El mercado de valores*, Operaciones y Contratos, Lecciones de Derecho Mercantil (dirs. Menéndez/Rojo), Thomson-Civitas,

títulos representados físicamente ha llevado a considerar mantener la denominación tradicional de depósito, en lugar de la de la custodia. Hay que recordar en este sentido que el depósito administrado de valores representados mediante título ya se contemplaba en el artículo 308 del Código de Comercio, estando considerado en su origen como un servicio bancario.

El hecho de que en la propuesta de la Comisión General de Codificación se regulara como una actividad auxiliar de un servicio de inversión, permitía la aplicación más claramente de la normativa propia del mercado de valores, que exige la utilización de contratos-tipo, y cuyo contenido se ha desarrollado a través de circulares de la CNMV.

Lo que se regula en la es la vertiente obligacional derivada del contrato. En este sentido, se fija en primer término las obligaciones de las partes en el artículo 555-2. Estas son las ya aludidas de custodia y administración para el depositario; y para el depositante, poner a disposición los valores a depositar, dar las instrucciones precisas para el ejercicio de los derechos vinculados a los valores, y abonarle la retribución – pactada, o en su defecto, las que reflejen las tarifas oficiales-.

Finalmente, también ha desaparecido se establece en el artículo 579-16, que en el caso de concurso del depositario, se concede al depositante derecho de separación. Es un derecho que se aplicará a todos los casos, incluso cuando los valores depositados figuren en cuentas de otras entidades a nombre del depositario<sup>29</sup>.

---

2011, págs. 234 y 284.

<sup>29</sup> Desaparece en el Anteproyecto de Ley el régimen particular previsto en el caso de valor y activos extranjeros. Respecto a la función de administración, se alude además de la realización de los cobros llegado el momento del vencimiento o pago, a la función conservativa que ha sido característica de este tipo de contrato. Y en este sentido, el depositario debe obligar al depositante de forma diligente la información necesaria para que aquel pueda impartir instrucciones acerca del ejercicio de los derechos políticos y económicos de los valores depositados. Se establecen además un conjunto de reglas particulares en caso de falta de instrucciones. Una con carácter general, que tiene que ver con el deber de procurar los máximos rendimientos para el depositante, y en ningún caso, ninguna obligación adicional. Como reglas particulares, que únicamente vinculan a las partes, y que por tanto, no pueden oponerse como tales a la sociedad, se establecen las siguientes: a) el depositario no podrá ejercer en nombre del depositante los derechos de asistencia y voto a las Juntas, salvo que se abonen primas de asistencia, en cuyo caso podrá asistir pero nunca votar; b) en el caso de ampliaciones de capital, ejercerá el derecho de suscripción si son gratuitas, y si requieren desembolso, procederá a la venta de los derechos; c) en caso de dividendos u otros rendimientos, cuando se pueda optar entre percibirlos en metálico o en especie, elegirá siempre en metálico; d) en caso de valores convertibles o respecto de los que se ofrezca la conversión voluntaria en otros valores, no se ejercerá el derecho de conversión. Se admite una excepción, cuando se excluya de cotización valores afectados por una opa, cuando el valor ofrecido para la conversión fuera cotizado; d) en el caso de ofertas públicas de adquisición de valores en metálico, no acudirá a la oferta, salvo que en el folleto informativo se anunciara la intención de promover la exclusión de cotización de los valores afectados. O bien, que se trate de ofertas de exclusión.