

Emisión de obligaciones en mercados extranjeros por sociedades españolas

Francisco Garcimartín
Catedrático de Derecho internacional privado, UAM

Sara Sánchez
Profesora, IE University

SUMARIO

I. Introducción

II. El nuevo Artículo 405 LSC

- A) Aspecto interno o societario
- B) Aspecto externo u obligacional
- C) Formas de organización colectiva
- D) Escritura pública e inscripción registral

III. Artículo 41 TRLMV

IV. Artículo 42 TRLMV

V. Artículo 10.3 CC

I. Introducción

La Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial, ha introducido en nuestro Derecho algunas novedades importantes sobre los aspectos internacionales de la emisión de obligaciones. Su intención –como dice la exposición de motivos- es “*facilitar el acceso [de las empresas españolas] a los mercados de capitales*” también cuando éstos son extranjeros. Y este espíritu facilitador es con el que se debe leer e interpretar toda la reforma. En esa exposición de motivos, el legislador insiste, además, en otra idea que puede tener también cierta capacidad interpretativa: la neutralidad jurídica entre la financiación en el mercado bancario y la financiación en el mercado de capitales. El Derecho no debe penalizar una opción frente a la otra. Por ello, no debe imponer requisitos mayores a la segunda que a la primera, por ejemplo, en cuanto a los órganos sociales competentes para adoptar la decisión de endeudamiento, los límites cuantitativos o los requisitos de formalización del empréstito, salvo los que se derivan de la propia naturaleza de las cosas. Esta idea también puede sernos muy útil para entender e interpretar la reforma.

Es cierto, no obstante, que la estructura externa de la reforma es algo confusa: los preceptos se encuentran descolocados, con excepciones ocultas y aparentes contradicciones. En este trabajo vamos a intentar recomponerlo todo y apuntar cuál puede ser la racionalidad interna del sistema. Aunque el nuevo artículo 405 LSC se halla algo perdido en el Título XI LSC, es la pieza que vertebra ese sistema y, por consiguiente, es la que primero debemos colocar (*infra* II). A continuación deben añadirse los artículos 41 y 42 TRLMV (antiguos artículos 30 ter y 30 quáter, de acuerdo con la numeración previa a la aprobación del texto refundido de la LMV), que introducen ciertas matizaciones y excepciones al juego de aquél (*infra* III y IV). Y, por último, es preciso ver cómo juega el artículo 10.3 CC, que no se ha modificado, dentro de este nuevo régimen (*infra* V).

II. El nuevo artículo 405 LSC

El nuevo artículo 405 LSC, que procede del artículo 235-46 de la Propuesta de Código Mercantil, recoge la norma de conflicto general. El supuesto de hecho de esta norma es la emisión de obligaciones en el extranjero por sociedades españolas, y lo que

fundamentalmente nos dice es cuándo se aplica la ley española y cuándo la ley extranjera, y sus respectivos ámbitos de aplicación. Por eso es el punto de partida imprescindible para entender bien todo lo demás. Vaya por delante que el precepto es útil porque despeja cualquier duda sobre este punto de partida, pero no introduce cambios significativos en el Derecho vigente. El artículo 405 LSC es una norma interpretativa: se limita a recoger las soluciones alcanzadas por la doctrina bajo el régimen anterior (*Vid.*, VIRGOS, M. (2014) pág. 661: “*No son reglas que verdaderamente innoven nuestro sistema, pues las soluciones que se proponen se pueden deducir ya del régimen vigente*”. Sobre las opciones interpretativas bajo el régimen anterior, con las debidas referencias, GARCIMARTIN, F. (2007), págs. 185 y ss.).

A los efectos de identificar la ley aplicable a toda emisión de obligaciones, el artículo 405 LSC arranca de la distinción entre el aspecto interno o societario y el aspecto externo u obligacional.

A) Aspecto interno o societario

El *aspecto interno* atañe a la capacidad de una sociedad para emitir obligaciones y al proceso de formación del consentimiento. Estas cuestiones son de naturaleza societaria y, por consiguiente, se someten a la *lex societatis* del emisor. El artículo 405 (1) y (2) LSC hace una formulación unilateral de esta solución. Las sociedades españolas podrán emitir en el extranjero obligaciones u otros títulos de deuda y en ese caso “*La ley española determina la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo del emisión*”. Así, por ejemplo, la aplicación de los artículos 401 LSC (“Sociedad emisora”) o 406 LSC (“Competencia del órgano de administración”) presupone naturalmente que el emisor es una sociedad española. La norma, en cualquier caso, es bilateralizable: cuando se trate de emisores extranjeros, su ley personal regirá su capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción de los acuerdos de emisión de obligaciones.

B) Aspecto externo u obligacional

El *aspecto externo* u obligacional atañe a las relaciones entre el emisor y los obligacionistas. Estas relaciones tienen un fundamento contractual y, posteriormente, cartular. Los derechos y deberes de los obligacionistas *vis-à-vis* el emisor pueden *derivar del* contrato de emisión o, una vez incorporados a un “título” o anotación contable, de dicho título o anotación (*infra* IV). En cualquier caso, y aunque quizás la terminología no es la más apropiada, ésta será la “ley que rige la emisión” en el sentido del nuevo artículo 405 LSC. El emisor puede, en las condiciones que veremos más adelante, decidir a qué ley somete la emisión: la española o una ley extranjera. Y, a partir de aquí, el 405 (3) LSC señala el alcance de esta ley: “*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*”. Entre otras cosas, este precepto nos advierte de que, si bien el régimen de las obligaciones y de la organización de los obligacionistas se regulan en nuestra Ley de Sociedades de Capital, no se trata de normas societarias sino contractuales o cartulares. Y, por lo tanto, no están sometidas en todo caso a la ley española como ley personal del emisor, sino a la ley a la que se haya sometido la emisión. Si es una ley extranjera, dicha ley rige también los mecanismos de asociación o defensa de los intereses colectivos de los obligacionistas y la persona o personas encargadas de representarles. Lo que significa que las sociedades españolas, si emiten las obligaciones bajo una ley extranjera, no tendrán necesariamente que constituir un sindicato de obligacionistas, ni designar un comisario.

Por último, el Artículo 405 (4) aclara cómo se distribuyen las competencias entre la ley española, como ley personal del emisor, y la ley extranjera a la cual se ha sometido la emisión cuando se trata de obligaciones convertibles. En este caso, la ley española regula, en particular, los límites a la conversión ya que pueden afectar al régimen del capital (*vid.* Art. 415 LSC).

Algunos comentarios adicionales son pertinentes.

C) Formas de organización colectiva

La ley extranjera que rija la emisión se aplica, como hemos visto, a las relaciones entre el emisor y los obligacionistas, i.e. sus derechos y deberes, y los mecanismos de asociación u organización colectiva y de representación de estos últimos. En este punto, la norma también es interpretativa o aclaratoria, pues así sucedía también bajo el régimen anterior. A nuestro juicio, la afirmación que se hace en la exposición de motivos según la cual la constitución de un sindicato de obligacionistas “[...] *hasta ahora era obligatoria para toda sociedad emisora establecida en España [...]*” no está pensando en el artículo 405 (3) LSC, sino en el artículo 403 LSC; esto es, se hace pensando en las emisiones bajo ley española, donde efectivamente hasta ahora era obligatoria la constitución de un sindicato, mientras que a partir de ahora sólo parece serlo cuando “*lo prevea la legislación especial*” (*infra* IV).

Naturalmente, aunque el nuevo artículo 405 (3) LSC se remite a la ley extranjera para determinar las formas de organización colectiva de los obligacionistas y, por lo tanto, no exige sindicato, esto no excluye que el emisor, si así lo quiere, pueda optar por constituir un sindicato y designar un comisario, de acuerdo con los artículos 419 a 429 LSC (VIRGOS, M. (2014), pág. 665). Si se lo permite la ley extranjera que rige la emisión, podrá sin duda hacerlo. O incluso, si se califica como una mera organización de naturaleza contractual, al amparo del *depeçage* que prevé el artículo 3 (1) del Reglamento Roma I: cabe elegir distintas leyes para distintas partes de una misma relación contractual.

No obstante, pues ser útil subrayar que la decisión de constituir un sindicato en una emisión sometida a Derecho extranjero puede tener consecuencias relevantes en diferentes ámbitos. Por ejemplo, cuando un emisor español esté en situación de pre concurso y pretende negociar un acuerdo de refinanciación con sus acreedores. En ese caso, los tribunales han entendido que, para la aprobación de los acuerdos de refinanciación, será necesario votar el acuerdo de refinanciación en la asamblea general de bonistas si se quiere que, al alcanzar el 75 por ciento de votos favorables, se produzca el efecto arrastre de la totalidad de estos (DA 4ª Ley Concursal). Si, por el contrario, el 75 por ciento o más de los bonistas se adhieren individualmente al acuerdo (al margen de la asamblea y, por consiguiente, sin “decisión colectiva”), tal efecto arrastre no se produce, i.e. no se puede entender adherido la totalidad del pasivo sindicado (*vid.* la emisión de bonos sometida a

legislación de Nueva York realizada por Abengoa, Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Sevilla, de 25 de septiembre de 2017 - SJM SE 675/2017-).

D) Escritura pública e inscripción registral

El contrato –o, en términos más neutrales, negocio jurídico- que sirve de causa a la creación y suscripción de las obligaciones puede ser de distinta naturaleza según el ordenamiento jurídico aplicable. Lo relevante, a nuestros efectos, es que dicho contrato puede someterse a una ley extranjera y esta ley alcanza también a sus formalidades externas incluida la exigencia de escritura pública. En otras palabras, la ley extranjera a la que se haya sometido el contrato rige tanto el contenido como su forma. Y, por consiguiente, la aplicación del artículo 407 LSC –“*La emisión de obligaciones se hará constar en escritura pública que será otorgada por representante de la sociedad y por una persona que, con el nombre de comisario, represente a los futuros obligacionistas*”- se condiciona a que la emisión se haya sometido a la ley española. Esto es así tanto por la naturaleza de la norma como por su propio tenor.

La escritura pública formaliza el contrato entre el emisor y los futuros obligacionistas, que actúan a través del comisario (*vid.* Art. 407 (1)); es, por consiguiente, una norma que debe recibir una calificación puramente contractual, no societaria: se vincula a las relaciones externas entre el emisor y los obligacionistas. Y si es una norma contractual, la forma se somete al régimen general, i.e. el Artículo 11 Reglamento Roma I: la ley extranjera a la que se sujeta la emisión rige también sus formalidades externas. El único cauce del que dispondría el ordenamiento español para exigir una determinada forma a una relación contractual sometida a una ley extranjera sería calificando aquélla como una “ley de policía”, y no puede afirmarse que la exigencia de dicha escritura sea una ley de policía (*vid.* la definición de este concepto que hace el Art. 9 (1) Reglamento Roma I). Por otro lado, el tenor del precepto contempla que sea “el comisario” quien la otorga en nombre de los futuros obligacionistas y que debe incluirse necesariamente una mención “al reglamento de organización y funcionamiento del sindicato”. Estas referencias sólo tienen sentido si el contrato de emisión se somete a la ley española: como ya sabemos, si la emisión se ha sometido a una ley extranjera, no habrá ni sindicato ni comisario necesariamente (no

resuelve la ley qué sucede si sometiéndose a la ley española, pero sin resultar aplicable el art. 42 TRLMV, el emisor opta por no constituir un sindicato: ¿deberán otorgar la escritura de emisión todos y cada uno de los suscriptores originales?).

Podría argumentarse que la inscripción en el registro mercantil sigue siendo necesaria y esto justificaría la necesidad de escritura, no ya como una norma contractual, sino “cuasi-societaria” o incluso “registral”. No obstante, esta conclusión no parece correcta (i) ni desde el punto de vista material, cuando la emisión se somete a la ley española, (ii) ni desde el punto de vista conflictual, cuando se somete a una ley extranjera.

(i) Es cierto que el artículo 22.2 CCio mantiene la previsión de la inscripción de la emisión de obligaciones en la hoja abierta a la sociedad emisora. Sin embargo, a nuestro juicio, las modificaciones introducidas por la Ley 5/2015 impiden seguir considerando esa inscripción como requisito de validez o eficacia de la emisión. Sin detenernos ahora en ello, basta reparar en la supresión del antiguo artículo 407 (2) LSC, que condicionaba la puesta en circulación de las obligaciones a la previa inscripción registral de la escritura, y del artículo 30 ter (2) II LMV (de acuerdo con la numeración anterior a la aprobación del texto refundido de la LMV), que preveía una excepción a la necesidad general de inscripción en el registro mercantil. La eliminación de ambas normas sólo se entiende si se afirma que el legislador ha derogado igualmente esa exigencia de inscripción como requisito general de validez o eficacia de la emisión. Lo cual, por otra parte, encaja con la derogación del artículo 410 LSC (que otorgaba una preferencia por fechas) y la voluntad facilitadora de toda la reforma: la inscripción registral había perdido mucho sentido cuando no era necesaria en un importante número de supuestos en virtud del antiguo artículo 30ter LMV.

(ii) Pero, incluso aceptando a efectos dialécticos que no fuese así, lo que no creemos que pueda sostenerse es que esa inscripción se exija también cuando la emisión se ha sometido a una ley extranjera. Como hemos visto, la intención del nuevo artículo 405 LSC es despejar cualquier duda de que las relaciones externas, i.e. entre el emisor y los obligacionistas, están sometidas a la ley extranjera que rija la emisión. Y esta ley se aplica tanto a los aspectos sustantivos o de contenido como a los formales. No se compadece con esa intención la exigencia de inscripción registral: si las obligaciones se someten a una ley

extranjera, no se puede decir que la inscripción en el registro mercantil español sigue siendo una condición de validez o eficacia. Y, desde luego, como sucedía en el caso de la escritura pública, no nos parece aceptable considerar la inscripción como una ley de policía, ni sería razonable calificar el artículo 22.2 CCio, en cuanto a la emisión de obligaciones, como una norma societaria. Esa norma no tiene por objeto “...la constitución,..., la capacidad jurídica, el funcionamiento interno o la disolución de sociedades...”, ni “la responsabilidad personal de los socios y administradores como tales respecto de las obligaciones de la sociedad”, que es lo que el Reglamento Roma I remite a la *lex societatis* (Vid. no obstante, PEREDA, J. (2015), págs. 10-11 y 13-14, que sostiene que el otorgamiento de escritura y su inscripción rebasan el plano puramente contractual y forman parte del ámbito de la *lex societatis*. GALÁN, C. (2017), págs. 378-380, por su parte, señala la complejidad de la cuestión y se hace eco de ambas posiciones, aunque parece decantarse por la que se defiende en este trabajo).

III. Artículo 41 TRLMV

El artículo 41 TRLMV, antiguo artículo 31 ter LMV, es una mera excepción al artículo 407 LSC, donde se prevé el otorgamiento de una escritura pública de emisión y, como hemos explicado, la aplicación de este último presupone que la ley que rige la emisión es la ley española. Lo que el artículo 41 TRLMV vendría a decir es que, no obstante lo dispuesto en el artículo 407 LSC, i.e. *cuando la ley española rija la emisión* y, por consiguiente, sea preciso otorgar escritura pública, ésta no es necesaria si la emisión va a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario oficial (como AIAF), en un sistema multilateral de negociación (SMN) establecido en España (MARF) o de oferta pública respecto de la cual se exija la elaboración de un folleto aprobado por la CNMV. Pero lo que el artículo 41 TRLMV no dice –ni podría decir- es que si la emisión se somete a una ley extranjera y no se dan sus condiciones de aplicación (i.e. las del 41 (1)), entonces es necesaria escritura pública. El artículo 41 no se debe interpretar *a contrario* cuando la emisión se somete a una ley extranjera.

IV. Artículo 42 TRLMV

El artículo 42 TRLMV, antiguo artículo 30 quáter LMV, cumple una doble función, dependiendo de si la emisión de obligaciones se ha sometido a la ley española o a una ley extranjera. En el primer caso, el artículo 42 TRLMV *integra* el contenido material de la LSC, mientras que en el segundo establece una *excepción* a sus normas de conflicto.

Por un lado, *si la emisión se ha sometido a la ley española*, el Artículo 42 TRLMV es un complemento al artículo 403 LSC. Este último precepto hace depender la necesidad de sindicato de que así lo prevea “*la legislación especial*”. El artículo 42 TRLMV es esta legislación especial (*vid.* también artículo 6º Ley 211/1964). Conforme a este precepto, si la emisión se ha sometido a la ley española, será necesaria la constitución de un sindicato de obligacionistas cuando las obligaciones (i) hayan sido objeto de oferta pública en España, (ii) o estén admitidas a negociación en un mercado regulado o en un SMN español (AIAF o MARF). Es cierto que el tenor literal exige, en este último supuesto, que además haya habido oferta pública en algún lugar (que por definición tiene que ser fuera de España, pues si fuese en España estaríamos en la hipótesis anterior). Parece, no obstante, que una interpretación literal, en esos términos (i.e. exigiendo oferta pública en cualquier país del mundo y admisión a negociación en un mercado español), no tiene mucho sentido. Lo que ese precepto exige, en términos coloquiales, es que haya una conexión con el mercado de valores español. La *ratio* se intuye a partir de la exposición de motivos: debe exigirse el sindicato, como organización de defensa colectiva de los intereses de los obligacionistas, con el fin de “*asegurar una adecuada protección del inversor español*”. Como es natural, esto no excluye que fuera de los supuestos contemplados en el Artículo 42 TRLMV el emisor pueda voluntariamente constituir un sindicato o cualquier otro mecanismo contractual de defensa colectiva de los intereses de los obligacionistas.

Por otro lado, cuando la emisión *se ha sometido a una ley extranjera*, el Artículo 42 TRLMV es una excepción al Artículo 405 (3) LSC. Según este último precepto, como hemos explicado, la ley extranjera que rige la emisión determina también las formas de organización o defensa colectiva de los intereses de los obligacionistas. En principio, no es necesaria la constitución de un sindicato al amparo de la ley española. No obstante, el Artículo 42 TRLMV establece una excepción a esa regla. Si (i) la ley extranjera aplicable a las obligaciones es la de un Estado que no sea miembro de la UE o de la OCDE y (ii) ha habido oferta pública en territorio español o están admitidas a negociación en un mercado

regulado o en un SMN españoles (AIAF o MARF), entonces sí que será precisa la constitución de un sindicato de conformidad con lo previsto por la LSC. De nuevo, la ratio de esta norma puede inducirse a partir de la exposición de motivos. El legislador español, con trazo bastante grueso, ha entendido que las leyes de los Estados de la OCDE son más o menos homologables en cuanto a la protección de la defensa colectiva de los intereses de los obligacionistas. En cambio, cuando se trata de Estados que no son miembros de esa organización, no puede presumirse que eso sea así. Por ello, y en la medida en que las obligaciones, aunque sometidas a una ley extranjera (no-OCDE), van a ofertarse públicamente en España o a negociarse en un mercado español, puede ser razonable imponer la constitución de un sindicato en aras a “*asegurar una adecuada protección del inversor español*”.

En resumen:

(i) Si la emisión de obligaciones –en el sentido de “las relaciones entre el emisor y los obligacionistas”- se ha sometido a una *ley extranjera*, no será necesario ni otorgar escritura pública, ni inscripción registral, ni la constitución de un sindicato (salvo, en relación a este último requisito, que se haya sometido a la ley de un país no-OCDE y la emisión se dirija al mercado español en los términos descritos por el artículo 42 TRLMV).

(ii) Si la emisión de obligaciones se ha sometido a la *ley española*, como regla general será necesario otorgar escritura pública, pero no su inscripción registral ni la constitución de un sindicato. No obstante, la obligación de otorgar escritura pública se dispensa si se dan las condiciones del artículo 41 TRLMV, mientras que se impone la obligación de constituir un sindicato si se dan las condiciones del artículo 42 LMV.

V. Artículo 10.3 CC

Quizás la pieza más difícil de encajar es la que no se ha modificado, el artículo 10.3 CC: “*la emisión de los títulos valores se atenderá a la ley del lugar en que se produzca*”. No es sencillo desentrañar el sentido de este precepto. En principio, el artículo 10.3 CC

contempla las “relaciones cartulares”, lo que alcanza típicamente a la creación del título-valor y las obligaciones “*que derivan de su carácter negociable*”, que es lo que se excluye del ámbito de aplicación del Reglamento Roma I (*vid.* Art. 1 (2) (d)): en particular, la creación del título, los derechos “derivados del título” que terceros adquirentes tengan frente al deudor cartular o las excepciones que pueda oponerles éste. El criterio de conexión que en él se emplea es el lugar de emisión en sentido cartular, *i.e.* el lugar donde se ha puesto en circulación: donde se haya producido la entrega del título al primer adquirente. El régimen del artículo 10.3 CC es aplicable, *mutatis mutandi*, a la representación contable de los derechos. Por eso, se ha sostenido que en este caso el “lugar de emisión” es el lugar de su primera anotación o registro (*vid.*, sobre ambas afirmaciones, PAZ-ARES, C. (2000), págs. 219 y ss.; VIRGOS, M. (2014) pág. 666, considerando que el lugar de emisión a los efectos del Artículo 10.3 CC es, en su caso, “*el lugar que el emisor haya fijado documentalmente en el propio título como lugar de emisión*”). Por su parte, los aspectos jurídico-reales, *i.e.* los derechos “sobre el título”, van por la *lex rei sitae* o, en el caso de anotaciones contables, por la *lex conto sitae*.

Como hemos visto, el negocio causal de emisión y entrega de las obligaciones puede someterse a la ley libremente elegida por las partes, conforme al Reglamento Roma I, y esta ley rige la validez del contrato o los derechos y obligaciones derivados del mismo. Esto es pacífico. El objeto de este contrato son valores negociables, susceptibles de representación cartular o contable. Se pueden incorporar a un documento y circular con él o, *mutatis mutandi*, por anotaciones contables. La forma de representación de los valores es, en principio, decisión del emisor. Lo normal es que la ley que rijan el contrato de emisión, la ley aplicable a los términos y condiciones de los valores, y el “lugar de emisión” del título representativo –en el sentido del Art. 10 (3) CC- coincidan. No cabe duda, entonces, de que ésta es “*la ley a la cual se ha sometido la emisión*” a los efectos del Artículo 405 (3) LSC. Así, por ejemplo, cuando una sociedad española emite obligaciones bajo ley inglesa, lo normal (*i.e.* la situación que contempla el legislador como típica), es que el contrato de suscripción, los términos y condiciones de los bonos (como título-valor) y la puesta en circulación del título se “localicen” en aquella jurisdicción.

Los problemas surgen cuando el emisor pretende disociar los dos últimos elementos: cuando se emiten obligaciones bajo ley inglesa, en el sentido de que los términos y

condiciones quedan sometido a dicha ley, pero el título representativo se pone en circulación en Luxemburgo, por ejemplo. En concreto: ¿Puede dissociarse la ley que rige la relación cartular, i.e. el conjunto de derechos y excepciones derivados del título que terceros adquirentes tengan frente al emisor, de la ley del lugar de puesta en circulación?

Para entender –primero- y resolver –después- esta cuestión puede ser oportuno volver sobre el Artículo 10.3 CC y la concepción que subyace a este precepto.

En el plano material, la dogmática de los títulos-valor nos enseña que la incorporación de un derecho a un título implica fundamentalmente su sujeción a un régimen especial de circulación, distinto del Derecho común. Y este régimen especial se proyecta (i) tanto frente al emisor en cuanto a, por ejemplo, la legitimación para el ejercicio del derecho incorporado, el contenido del derecho incorporado o la (in)oponibilidad de excepciones, (ii) como frente a terceros. Este régimen especial puede variar según el tipo de título-valor: nominativo o al portador, declarativo o constitutivo, literal o no literal, abstracto o causal. Lo fundamental es que, dentro del *numerus clausus* que pueda haber fijado el legislador, el emisor del título tiene cierta libertad para elegir, en principio, a qué tipo incorpora el derecho y, por lo tanto, el contenido de ese régimen especial de circulación. A partir de aquí, deberá cumplir con requisitos formales previstos por el legislador –i.e. el mecanismo de publicidad- para proceder a la válida incorporación del derecho al título. Por eso, puede decirse que la incorporación de un derecho a un determinado título-valor, con las especialidades que ello conlleva, ha de “atenerse” siempre a lo previsto por el legislador. Lo mismo vale, *mutatis mutandi*, para la representación contable.

El artículo 10.3 CC refleja esta idea en el plano conflictual. El régimen de los títulos-valor varía mucho de un ordenamiento a otro. Lo que ese precepto nos dice es que la incorporación de un derecho a un título-valor, con la consiguiente sujeción a un régimen especial de circulación de aquél, “ha de atenerse” a la ley del país de emisión, i.e. a la ley del país donde se pone en circulación. Esto es, se observará o ajustará a lo que prevea dicha ley. La regla tiene todo el sentido si se piensa en que el régimen especial de los títulos-valor se construye sobre la seguridad del tráfico y, por consiguiente, es razonable que sea la ley del lugar de puesta en circulación del título la que fije las condiciones para acogerse a ese

régimen especial. El deudor que “documenta” un derecho y lo pone en circulación en un determinado país sabe a lo que ha de atenerse y le es imputable la apariencia que genera.

Ahora bien, el artículo 10.3 CC no dice que *todo el contenido* la relación cartular deba someterse a la ley del lugar de emisión del título. No predefine el grado de intervención de la ley del lugar de puesta en circulación. Repárese en que las demás normas de conflicto contenidas en ese artículo del CC emplean una terminología muy distinta. Dicen que una relación “se regirá” por la ley del país X o por la ley del país Y, o que la ley de estos países “se aplicará” a tal o cual relación. El artículo 10.3 CC, en cambio, utiliza la expresión “ha de atenerse”: la emisión de un título-valor “ha de atenerse” a lo que establezca -o permita- la ley del país de puesta en circulación. Y esto alcanza también a la posibilidad de sujetar los derechos derivados del título y las excepciones oponibles (i.e. la “relación cartular”) a una ley distinta. La ley del lugar de emisión determina qué títulos-valor se pueden poner en circulación en su territorio, con qué formalidades y contenido, su carácter abstracto o causal, completo o incompleto, y, por consiguiente, la posibilidad de sujeción de la relación cartular a una ley extranjera, distinta de la ley del país de puesta en circulación. Sujeción que puede hacerse constar expresamente en el título o en otro documento incorporado *per relationem* a aquél.

La proyección de las consideraciones anteriores sobre la emisión de obligaciones conlleva lo siguiente. La elección de ley aplicable a los términos y condiciones de unos títulos de deuda “se atenderá” a la ley del lugar de su puesta en circulación, cartular o contable. A partir de aquí, *y salvo que esta última ley no lo permitiese*, en principio: (i) cabría emitir un título incompleto que se integre *per relationem* a otro documento -como el contrato de emisión o unos “términos y condiciones” de la emisión-, donde se incluyese una cláusula de ley aplicable que puede ser distinta de la ley del lugar de emisión; (ii) cabría emitir un título completo, abstracto y autónomo, donde se incluyese una cláusula de elección de ley que también podría ser distinta de la ley del lugar de emisión (y que, por ejemplo, serviría para interpretar las declaraciones cartulares); (iii) o, en el caso de la anotaciones contables, cabría optar por esta forma de representación, pero incluir una cláusula de elección de ley aplicable en el folleto o documento equivalente que recoja los términos y condiciones de los valores emitidos, distinta igualmente de la ley del país del registro central donde se anota la emisión. De este modo, los derechos que los obligacionista pueden

esgrimir frente al emisor o las excepciones de éste estarían sometidos a dicha ley, distinta de la del lugar de puesta en circulación.

Quizás la idea se entienda mejor si nos fijamos en lo que sucede en el caso de los títulos participativos por excelencia, i.e. las acciones. Una sociedad española puede emitir acciones en Ruritania y optar por su representación contable allí, en el depositario central de valores (DCV) de Ruritania (el equivalente a nuestro Iberclear). No cabe duda de que los derechos de socio se someten a la ley española, que es distinta de la ley del lugar de emisión. Pero naturalmente la anotación contable en el DCV de Ruritania “ha de atenerse” a lo que diga esta última ley. Si esta ley permite que en su DCV se depositen o anoten emisiones de acciones de sociedades extranjeras, no habrá ningún problema para dissociar los derechos y deberes derivados de las acciones del lugar de su puesta en circulación: los primeros se someten a la ley española *qua lex societatis*, pero su emisión se “ha atenido” a la ley de Ruritania.

BIBLIOGRAFIA

GALÁN, C., “Las competencias del órgano de administración y de la junta general en materia de emisión de obligaciones” en J. Juste y C. Espín (coor.) *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber Amicorum. Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Estaban Velasco*, Volumen I. Thomson Reuters, 2017, págs. 361 y ss.

GARCIMARTÍN, F. “La emisión de obligaciones convertibles bajo una ley extranjera”, *RdS* 2007, págs. 185 y ss.

PAZ-ARES, C. “Un apunte sobre la ley aplicable a la emisión de obligaciones” *RdS*, 2000, págs. 219 y ss.

PEREDA, J., “Régimen jurídico de la emisión de obligaciones: principales novedades introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 41-2015, págs. 19 y ss.

VIRGÓS, M., “Las reglas de Derecho internacional privado en el Anteproyecto de Código Mercantil”, en A. Bercovitz (coor.), *Hacia un nuevo Código Mercantil*, Madrid, 2014, págs. 655 y ss.
