

LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Rolando Castellares Aguilar*

La nueva Ley General de Sociedades -Ley 26887, en adelante la LGS, que se ocupa del régimen aplicable a las diversas formas societarias, señala las normas generales aplicables a todas ellas en su Libro I, a las sociedades anónimas en su Libro II, a las demás formas societarias en su Libro III y a los contratos asociativos en su Libro V; se ocupa de la Emisión de Obligaciones en un Libro aparte, el Libro IV, inexplicablemente en forma conjunta con la reorganización de las sociedades bajo la denominación de "Normas Complementarias". Ello deja clara evidencia de que la Emisión de Obligaciones se trata de un tema ajeno al contenido principal de dicha Ley.

No dudamos que, en efecto, esta Sección conformada por 29 artículos (del 304 al 332), resulta una parte extraña al contexto de la LGS en general, pues en nuestra opinión, su lugar no es la LGS sino la Ley del Mercado de Valores y/o la Ley de Títulos Valores, conforme pasamos a señalar.

Debemos recordar que la derogada LGS contenía similar regulación en materia de Emisión de Obligaciones en 24 artículos (artículos 226 al 249), dentro de su Sección Cuarta, Sección que se ocupaba en realidad de las sociedades anónimas. Es decir, la Emisión de Obligaciones estaba considerada en la LGS anterior como un mecanismo de endeudamiento exclusivo y propio de las sociedades anónimas, lo que se explicaba porque hace 32 años (1966), cuando se dictó, no se contaba con una Ley que regulase el Mercado de Valores, y la Ley de Títulos Valores que es su coetánea (1967) se ocupaba sólo de cuatro títulos valores; por tanto, bajo tal concepción y situación, se incorporó este tema en la Sección correspondiente a las sociedades anónimas, lo que por muchos años

La Emisión de Obligaciones, regulada en el Libro IV de la Ley General de Sociedades, constituye un mecanismo mediante el cual se captan ahorros del público sin intermediación financiera de los agentes bancarios.

En el presente artículo, el autor sostiene que el tratamiento de dicho mecanismo corresponde a la Ley del Mercado de Valores, y no a la Ley General de Sociedades. Asimismo, señala que muchas de las normas contenidas en esta última ley presentan contradicciones con otras que regulan también a la Emisión de Obligaciones.

* Abogado y Profesor de Derecho Bancario en la Maestría de Derecho Empresarial de la Universidad de Lima y Maestría de Finanzas de la Universidad del Pacífico.

impidió que otras formas societarias y demás personas jurídicas y naturales, recurran a esta forma directa de financiamiento, a través del Mercado de Valores, como alternativa al tradicional financiamiento bancario.

Fue mediante normas recientes y, en especial, tributarias, que se varió tal régimen y criterio de identificar la Emisión de Obligaciones con las sociedades anónimas, haciéndolo extensivo a cualquier otra persona jurídica, por lo que se explica que la nueva LGS lo haya extraído del Libro dedicado a dicha modalidad societaria (sociedad anónima), pero manteniéndolo dentro de su cuerpo como norma complementaria, en lugar de haberlo remitido a la Ley del Mercado de Valores -LMV- (Decreto Legislativo 861), que inclusive ya posibilita que las Obligaciones sean emitidas por personas naturales o por Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada (EIRL) que, en el fondo, son lo mismo por pertenecer a un solo sujeto de derecho (artículos 4, 86). Así pues, no siendo más la Emisión de Obligaciones facultad o patrimonio exclusivo de las sociedades mercantiles y menos aún, exclusividad de las sociedades anónimas, podemos concluir que la LGS no es el lugar más apropiado para la regulación de la Emisión de Obligaciones.

La Emisión de Obligaciones no es sino un mecanismo de endeudamiento o modalidad de captación de ahorro-inversión del público en el Mercado de Valores, en forma directa y sin intermediación financiera de los agentes del sistema bancario, mediante el cual el inversionista acepta constituirse en acreedor del emisor y no en copropietario o partícipe del negocio o empresa a la que se destinará sus recursos, como ocurre cuando adquiere otra clase de valores no representativos de deuda (v.g. acciones) o participaciones; salvo que ello sea una condición o característica de la emisión, lo que constituye una excepción y conlleva una verdadera novación y cambio de situación del inversionista, como ocurre con las Obligaciones Convertibles, por ejemplo.

Además de esta desubicación de la regulación en materia de Emisión de Obligaciones, explicable -pero no justificable- quizá sólo por el hecho de que las mayores emisiones son realizadas por las organizaciones societarias, apreciamos diversas disposiciones que nos preocupan por las contradicciones con otras disposiciones que se ocupan del mismo tema, como las que señalamos enseguida, las mismas que debería procurarse enmendar:

1. La nueva LGS señala que no hay prelación entre las distintas emisiones o series de obligaciones del mismo

emisor, en razón de la fecha de su emisión o colocación, salvo que ello se pacte en favor de alguna emisión o serie, en cuyo caso es necesario que las asambleas de acreedores de las emisiones precedentes presten su consentimiento. Agrega que esto no afectará la preferencia que tiene cada emisión respecto a sus propias garantías y que la preferencia de los obligacionistas respecto a los demás acreedores se regirá por las normas de la materia que determinen su preferencia (artículo 309 de la LGS).

Este cambio que se introduce es muy preocupante, pues según el anterior régimen (artículo 229 de la anterior LGS), "la fecha de cada emisión determina la prelación entre ellas, salvo el derecho preferente de cada emisión respecto a sus propias garantías". Por su lado, en forma concordante, el artículo 24 del Decreto Legislativo 845 señala que la preferencia de los créditos sin garantía se determina "según su antigüedad". Por ende, no encontramos explicación para esta norma distinta y para el cambio introducido respecto de su tratamiento anterior, que generará serios problemas en el mercado. Así, si hay una Emisión (A), sin garantías de marzo 2000; luego un crédito bancario, sin garantías de marzo 2001(B); más otra Emisión (C), sin garantías, de marzo del 2002:

- Si A se equipara en preferencia de acreencia a C, como señala la actual norma, entonces A perderá su preferencia natural por su antigüedad respecto a C; y se perjudicará frente a B, al haber sido asimilado o equiparado a C;
- Si, por el contrario, debemos entender que es C el que se equipara a A, entonces C ganaría una antigüedad que no tiene y se beneficiaría en perjuicio de A, pero no respecto a B según el último párrafo del artículo 309 de la LGS, que dispone que en caso de acreencias distintas rige la ley de la materia, o sea, que prima la antigüedad. Así, esta regla de la LGS sólo sería aplicable si entre emisión y emisión no hay ninguna otra acreencia distinta a ellas, lo que dista de la realidad y genera dudas sobre el régimen de prelación de acreencias de una persona emisora de obligaciones.

En la práctica, y en el ejemplo antes señalado, los inversionistas de la emisión C, adquieren las obligaciones a sabiendas que son los terceros en prioridad, y que los inversionistas de la emisión A tienen prelación sobre ellos; esto es, toman su decisión de invertir en la emisión C, con conocimiento pleno y debidamente informados. Por ello, en tanto no se modifique este artículo 309 de la LGS, lo recomen-

ble sería señalar en cada contrato de Emisión de Obligaciones, que la emisión tendrá la preferencia que le corresponde según su antigüedad; lo que evitará discusiones innecesarias de preferencias que la LGS introduce al distinguir deudas provenientes de Emisiones de Obligaciones y deudas extrañas o distintas a éstas.

De no hacerlo, además de los conflictos ya señalados, se tendría también otro grave inconveniente que es la determinación de las preferencias respecto a las emisiones hechas antes de la nueva LGS, sobre las que podría sostenerse que la nueva regla de preferencia les es aplicable por ser la vigente en el momento del concurso de acreedores y oportunidad de establecimiento de tales preferencias; a lo que válidamente podría contradecirse señalando que la ley aplicable debe ser más bien la vigente en oportunidad de su emisión y que señala su régimen y contrato de emisión, la cual no puede ser aplicada en forma retroactiva, posición que está además sustentada en lo dispuesto por la séptima Disposición Transitoria de la LGS y por la propia Constitución (artículo 62). Lamentablemente la nueva LGS nada señala al respecto; antes bien, bajo un criterio contrario y opuesto al cambio que introduce, en el mismo artículo 309 dispone que, "...si se conviene un orden más favorable para una emisión o serie de obligaciones, será necesario que las asambleas de obligacionistas de las emisiones o series precedentes presten su consentimiento"; olvidándose de los obligacionistas de emisiones o series posteriores que, según el mismo artículo, tienen la misma prelación, lo que debería obligar a todos por igual a ceder su preferencia.

Intentando una justificación a los alcances de esta norma, ensayamos como explicación que haya sido motivada para lograr una clasificación única de todos los instrumentos de deuda de un mismo emisor; pero con ello se ha generado una situación de indefinición en materia de prelación de acreencias al igualar por un lado a todos los tenedores de Obligaciones entre sí, pero sujetándolos, por otro lado, respecto a otros acreedores a las normas especiales que determinen su preferencia; esto es, una duplicidad de regímenes difícil de entender y aplicar en la práctica.

El doctor Enrique Elías Laroza señala al respecto en sus Comentarios de la LGS¹, que "...las disposiciones del artículo 309 de la LGS contravienen abiertamente lo previsto en la LRP (Ley de Reestructuración Patrimonial), de modo que, en los casos que una sociedad

haya efectuado más de una emisión de obligaciones, la aplicación de lo señalado en dicho artículo dará lugar a más de un conflicto sin respuesta clara." Además el mismo tratadista agrega que "...la redacción final del artículo 309 se presta a diferentes interpretaciones al ser concordado con las normas de la LRP", comentarios con los que coincidimos totalmente.

2. Las Obligaciones pueden ser Nominativas o Al Portador (artículo 313 de la LGS). Como sabemos, una de las clasificaciones que se hace de los títulos valores, es según su circulación, pudiendo emitirse títulos valores al portador, a la orden y nominativos, correspondiendo la formalización de su negociación o circulación, respectivamente, mediante simple entrega (tradicción), por endoso y cesión de derechos. La derogada LGS permitía la emisión de acciones y Obligaciones tanto al portador como nominativas. Por razones de orden tributario, en 1968 se dejó en suspenso la emisión de acciones al portador, eliminándose esa posibilidad en la actual Ley que no admite sino acciones nominativas. Las razones para esto, además de las de orden tributario que hemos señalado, serían las de impedir a través de la emisión de acciones al portador, la legitimación de activos y el lavado de dinero. En nuestra opinión, tales razones carecen de sustento; pues en materia tributaria los dividendos ya no constituyen renta afecta desde hace varios ejercicios; y, por otro lado, los títulos valores al portador no deben ser considerados como valores pertenecientes a personas anónimas o indeterminadas o no susceptibles de identificación. No es ni fue esa la finalidad o destino de los valores al portador. Al portador significa que su circulación no requiere sino de la entrega física del título y que la posesión del mismo confiere la calidad de titular del derecho que representa a quien lo posee (portador). Pero ello en modo alguno debe impedir que la persona que ejerza cualquier derecho en relación al título valor con el portador bajo su posesión, deba identificarse. Quien exige un derecho, tiene la obligación de identificarse. Al respecto, tanto el artículo 15 como el artículo 168 de la Ley 16587 contienen disposiciones que obligan al tenedor de un título valor al portador a identificarse como "legítimo tenedor" y "cancelar" el título valor cuyo pago exige. Del mismo modo, quien ejercita una pretensión judicialmente, persiguiendo la ineficacia o el pago de un título valor al portador, tiene la obligación de identificarse y en efecto lo hace ante el Juez. Así, estimamos, pues, que valor al portador no es sinónimo de anonimato, sino facilidad para su trans-

¹ ELIAS LAROSA, Enrique. "Comentarios". Lima, Normas Legales, p. 626.

ferencia y para el ejercicio de los derechos que representa; por lo que el legislador debió haber dispuesto la obligación del tenedor a identificarse, cuando ejerza un derecho representado por un título valor al portador del que se considere titular, en lugar de eliminar, suspender o impedir su emisión.

– El artículo 313 de la LGS, en nuestra opinión, contradice los argumentos esgrimidos para prohibir la emisión de acciones al portador (artículo 51); más aún cuando las obligaciones pueden ser convertibles en acciones, o pueden tratarse de obligaciones perpetuas y/o estructuradas, que resultan muy similares o comparten parecidas características con las acciones. Esto es, lo que se niega para las acciones se admite para las obligaciones. Como ya acabamos de señalar, estimamos que debe establecerse por ley que en los títulos valores al portador, para ejercer cualquier derecho derivado de ellos, su titular deba identificarse necesariamente, sancionándose y además tipificándose especialmente como delito la práctica denominada “prestanombre” (interpósita persona o testaferro), con lo que los argumentos de orden tributario y de lavado de activos que se esgrimen a este respecto, carecerán de todo sustento y resultarán salvadas todas las objeciones que se señalan contra estos títulos al portador, confundiéndolos con valores anónimos, cuando la mención y clase de al portador se refiere exclusivamente a su forma de transmisión (por simple entrega o tradición), no debiendo ello liberar de la necesaria identificación de quien exija la prestación que representan. Así como quien cobra un cheque al portador debe identificarse (no endosar), o quien demanda el pago o la ineficacia de un título valor al portador extraviado o sustraído, debe identificarse ante el Juez, no vemos por qué no debe hacer lo propio quien cobra un dividendo de una acción, o quien pretende participar en una junta o quien cobra los intereses de un bono o quien cobra un CBME. Ello daría plena certeza de la identidad de la persona que ejerce tales derechos, quien de ser honesto y realizar actos lícitos, nada debe temer ni tener necesidad de encubrirse en el anonimato con el que se confunde en nuestro medio, que puede constituir un aliado e incentivo para la ilegalidad y delincuencia que debemos evitar y combatir.

3. Las Obligaciones en certificado o título, tienen “mérito ejecutivo” (o sea que aparejan ejecución sin requerir de protesto). Las obligaciones en anotación en cuenta, se rigen por la ley de la materia (artículo

313, LGS). Por su lado, la LMV -Ley del Mercado de Valores- (artículo 81), señala que los valores de oferta pública que representen deuda, constituyen “títulos de ejecución”, sin que se requiera de protesto. Y tratándose de anotaciones en cuenta, la calidad de título de ejecución recae en el Certificado de Titularidad que expida la Institución de Compensación y Liquidación de Valores-ICLV (v.g. Cavali). Es decir, mientras que una norma califica a las obligaciones como “título ejecutivo”, la otra norma legal señala que se trata de “título de ejecución”.

Al respecto, según el artículo 688 del Código Procesal Civil, el Proceso de Ejecución se promueve sólo en mérito a: (i) Título Ejecutivo, o a (ii) Título de Ejecución, cada uno de los cuales corresponden a categorías distintas de documentos. Los documentos a los que la Ley les confiere mérito ejecutivo, son Títulos Ejecutivos y están enumerados en el artículo 693 del Código Procesal Civil, mientras que aquellos que constituyen Títulos de ejecución están enumerados en el artículo 713. Por tanto, existiendo esta contradicción, debió haberse superado en la LGS esta diferencia en lugar de mantenerla.

Del mismo modo, debemos señalar que, cuando el artículo 81 de la LMV libera del protesto para ejercer la pretensión o acción ejecutiva respecto a las obligaciones, lo limita expresamente a las obligaciones que sean objeto de oferta pública, lo cual es indebido. Ello se hace aún más evidente, desde que según el artículo 1 de la LMV, ésta es aplicable sólo a los valores mobiliarios que sean objeto de oferta pública, aplicándose sus disposiciones a las ofertas privadas sólo si se hace mención expresa de ello. Por eso, cuando el artículo 81 de la LMV hace más bien mención expresa de que la liberación del protesto opera sólo para las obligaciones que sean objeto de oferta pública, debemos entender que ha excluido de este régimen a las obligaciones que se emitan para su colocación por oferta privada. Sin embargo, en mérito al artículo 313 de la LGS, que es posterior a la LMV, podemos considerar que existe una derogatoria tácita de tal limitación que contiene el artículo 81 de la LMV; lo que sin embargo pudo haberse precisado expresamente en la LGS, evitando las interpretaciones.

4. La indicación de las condiciones de la emisión, pueden estar resumidas en el título, siempre que se indique que en forma completa aparecen en el Prospecto, que debe depositarse en el RRPP y en la CNSV, antes de ponerlo en circulación (artículo 314 de la LGS). Por otro lado, la LGS señala que el depósito del prospecto de la emisión de Obligaciones debe ano-

tarse en la partida de la sociedad emisora (artículo 434 de la LGS). Ambas exigencias resultan, a nuestro juicio, ociosas y duplican innecesariamente la inscripción que ya se hace en el RPMV (Registro Público del Mercado de Valores) de la CONASEV. El depósito de prospectos en los Registros Públicos (Sunarp) que contenía la anterior LGS, se explicaba porque no existía entonces (1966) el Registro especial del Mercado de Valores que hoy tenemos en la CONASEV, en el que todo emisor de valores para su oferta pública debe inscribirlos.

Por otro lado, la nueva LGS no señala cuál será el procedimiento para el depósito de Prospectos en el Registro Público. Según el Código Civil (artículo 2010), salvo disposición legal expresa en contrario, toda inscripción en el Registro Público requiere de la formalidad de la escritura pública, con lo que se estaría estableciendo una formalidad onerosa e innecesaria, al tener que dejarse constancia del depósito del prospecto en una escritura pública, no existiendo norma legal que libere de la formalidad que exige el artículo 2010 del Código Civil. Urge pues eliminar esta necesidad de realizar el depósito del Prospecto ante los Registros Públicos, requisito (el Prospecto) que sólo es pertinente en las emisiones por oferta pública y en vía de información para el inversionista, que ya se cumple plenamente a través de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores y la autorización previa de la CONASEV. La forma de publicidad prevista por la derogada Ley General de Sociedades Mercantiles en 1966, mediante el depósito del Prospecto en los RRPP, está pues ampliamente superada actualmente, careciendo de utilidad que además del RPMV de la CONASEV se mantenga la obligación de depositar el Prospecto en dicho Registro Público (Sunarp).

5. Las SA y SeCpA, pueden emitir obligaciones convertibles en acciones, con o sin derecho a voto (artículo 315 de la LGS). Si ello es así, por qué no permitir también la constitución sucesiva de SeCpA, en la parte de los socios capitalistas, lo que sin embargo se niega expresamente en el artículo 3 de la LGS. Del mismo modo, si toda persona jurídica puede emitir obligaciones, por qué no permitir la capitalización de dicha deuda representada por las obligaciones por parte de sociedades y personas jurídicas distintas que no emiten acciones. Por qué limitar la conversión de obligaciones (deuda) sólo a acciones, esto es, sólo a obligaciones emitidas por S.A. y SeCpA, lo que era explicable en el anterior régimen cuando sólo las S.A. podían emitir obligaciones, mas no ahora cuando la emisión de éstas no es más patrimonio exclusivo de las sociedades anónimas.

6. Los gastos normales del Sindicato de Obligacionistas, corren a cargo del emisor y no deben exceder del 2% de los intereses anuales devengados por las obligaciones emitidas, salvo pacto distinto (artículo 319 de la LGS). Al respecto, cabe preguntarse qué se entiende por gastos normales. Asimismo, cómo se determinará este porcentaje en las emisiones que no generan intereses (bonos estructurados, bonos cupón cero, obligaciones sujetas a índices, etc.); todo lo cual genera dudas y discusiones innecesarias que pudieron haberse evitado.

Ahora bien, no todas las obligaciones emitidas se colocan en el mercado en el plazo autorizado por la CONASEV (9 meses prorrogables a 9 más, artículo 61 de la LMV) y sabemos que sólo las obligaciones colocadas devengan intereses, lo que servirá para determinar este porcentaje de 2%. Por ello, ante esta disposición que no ha tenido en cuenta estas situaciones que vienen siendo las más empleadas y frecuentes, lo recomendable será optar por la excepción; es decir, pactar tal magnitud de gastos sin vincularlos a los intereses devengados, señalando los conceptos de los gastos que serán asumidos por el emisor.

7. La LGS (artículo 306), no señala que el Representante de los Obligacionistas deba ser persona no vinculada al emisor, por lo que podría sostenerse que el artículo 87 de la LMV –que contiene su prohibición– ha sido derogado tácitamente por la LGS que es posterior y trata el mismo asunto. Si se considera que no ha operado tal derogatoria tácita en aplicación al artículo I del Título preliminar del Código Civil, tendríamos que concluir que la limitación que contiene la LMV sólo opera para las obligaciones que sean objeto de oferta pública, mientras que en las ofertas privadas, bien podría actuar como Representante de los Obligacionistas una persona vinculada al emisor; lo que estimamos que no reviste gravedad, como no lo ha sido durante el largo tiempo en el que no existía tal prohibición aun en las emisiones por oferta pública.

En relación con este Representante de los Obligacionistas, innecesariamente se repiten sus funciones en el artículo 325 de la LGS, cuando ya lo están en el artículo 92 de la LMV, lo que justamente abona en favor de la tesis de la derogatoria tácita antes indicada; pues tendríamos dos normas que regulan la misma materia (artículo I del Título Preliminar del Código Civil). Esta regulación duplicada, lo único que genera es contradicciones y desorientación en el mercado, lo que debió haberse evitado.

Por otro lado, según la LMV, el Representante de los Obligacionistas se requiere sólo si se trata de bonos

(obligaciones de plazo mayor a un año); mientras que la LGS lo establece para toda emisión de obligaciones; es decir, inclusive para los Instrumentos de corto plazo, contradicción que igualmente debió evitarse.

8. Además del rescate (que es la readquisición de obligaciones para amortizarlas), el emisor puede readquirirlas, sin amortizarlas, bajo condición de recolocarlas “dentro del término más conveniente”. Entre tanto, los derechos que corresponden a esas obligaciones, quedan en suspenso y los intereses y demás créditos se extinguen por consolidación (artículo 331 de la LGS).

Cabe preguntarse al respecto, cuánto tiempo es el que se considera “más conveniente”. Se presume que se trata de conveniencia para el emisor. ¿Puede ser este lapso indefinido, si se demuestra que ello es lo más conveniente? Apreciamos además que no hay límite en el monto para esta recompra. En cambio, para el caso de adquisición de acciones por el mismo emisor, si se tiene fijado como tope el 10% y un lapso máximo de 2 años (artículo 104 inciso 4 de la LGS), tratamiento con el que no se guarda concordancia en el caso de las obligaciones, dejándose el plazo y monto de las readquisiciones de estos instrumentos de deuda a la libre determinación del emisor.

9. Las emisiones de Obligaciones sujetas a régimen especial, se rigen por LGS sólo en forma supletoria (artículo 332). No hay duda de que las emisiones según, por ejemplo, la Ley de Bancos, se rigen en forma supletoria por esta LGS; pero nos preguntamos si las emisiones conforme a la LMV son de régimen especial también, al estimarse que el régimen ordinario sería el previsto en esta LGS. Como sabemos, la LMV hace frecuentes remisiones a la LGS y sus normas se limitan y son aplicables en especial sólo a las emisiones por oferta pública. Por lo que de haber diferencias entre LGS y LMV, y las hay varias, ¿cuál primará en materia de Emisión de Obligaciones? Dudas e interrogantes para las que no encontramos solución y tememos que ello engendrarán desorientación, imprecisiones y conflictos innecesarios.

Estas son algunas de las preocupaciones que nos llevan a proponer que lo más acertado sería excluir de la LGS esta Primera Sección del Libro IV, y en su lugar concordarlo con las disposiciones que sobre la misma materia contiene la LMV cuyo propósito es la regulación de su colocación por oferta pública, e incluir el régimen y proceso de la Emisión de Obligaciones en la nueva Ley de Títulos Valores, uniformando y ordenando así nuestra legislación en esta importante materia.