



LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Autor: Rolando Castellares Aguilar

LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

The Issuance of obligations in the General Law of Companies

Rolando Castellares Aguilar¹

SUMARIO:

- I. Referencias previas.
- II. Contradicciones: Propuesta de cambios.
- III. Reflexión final.

Resumen

El Autor postula que la Emisión de Obligaciones debe ser excluida del texto de la Ley General de Sociedades, por no ser la norma apropiada para su regulación, más aún desde que en la legislación peruana ya existen normas especiales como la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Títulos Valores que regulan con propiedad y mejor técnica legislativa este instrumento de deuda, que puede ser emitido no solo por las sociedades mercantiles.

Palabras clave

Obligaciones/ exclusión de la LGS/ leyes especiales de la materia/ reordenamiento legal.

Abstract

The Author postulates that the Issuance of Obligations should be excluded from the text of the General Corporations Law, as it is not the appropriate standard for its regulation, even more so since in Peruvian legislation there are already special regulations such as the Securities Market Law and the Securities Law that properly and best legally regulate this debt instrument, which can be issued not only by commercial companies.

Key words

Obligations/LGS exclusion/ special laws of the matter/ legal rearrangement

I. REFERENCIAS PREVIAS

La actual Ley General de Sociedades (LGS) -Ley No.26887- que en esencia se ocupa del régimen aplicable a las diversas formas de organización societaria, señalando las normas generales aplicables a todas estas modalidades societarias llamadas mercantiles (en el Libro I), a las Sociedades Anónimas (en el Libro II), a las demás formas de organización societaria para realizar actividad empresarial (en el Libro III) y a los

¹ Abogado por la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas de la UNM San Marcos, con estudios de postgrado en Ciencias Administrativas por la Facultad de Jurisprudencia de la Universidad de Roma, y de Banca y Finanzas por la Facultad de Economía y Comercio de la misma Universidad de Roma, Italia. Profesor Universitario y Asesor Legal de diversas entidades bancarias y financieras, nacionales y extranjeras. Email: rolando@castellares.com.

contratos asociativos (en el Libro V), se ocupa también de la Emisión de Obligaciones, en un Libro aparte (en el Libro IV) e, inexplicablemente, junto a la *reorganización* de las sociedades y como "*Norma Complementaria*", dejando clara evidencia de que las Obligaciones es un tema ajeno a dicha Ley, por lo que su regulación y mantenimiento dentro de esta LGS debería ser objeto de evaluación, más aún desde que la misma materia o tema (Obligaciones), está también regulado y ampliamente tratado en la Ley del Mercado de Valores y en la Ley de Títulos Valores que, por ser demás obvio, son los textos o cuerpos legales que resultan ser más apropiados para su regulación y tratamiento legal.

No dudamos de que, en efecto, esta Sección conformada por 29 artículos (del 304 al 332), resulta ser una parte extraña o ajena al contexto de la ley en general que versa sobre organizaciones societarias; pues en nuestra opinión, el lugar de la materia que nos ocupa -Obligaciones- no debería ser esta LGS, sino la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Títulos Valores, conforme pasamos a sustentar, al no ser más esta forma o instrumento de endeudamiento, una modalidad propia o exclusiva de las organizaciones societarias reguladas por la LGS.

Al respecto, debemos recordar que las derogadas y anteriores LGS (Ley No. 16123 que desde el año 1966 sustituyó las disposiciones que sobre "compañías mercantiles" contenía el Código de Comercio; así como las actualizaciones realizadas mediante el D.Leg. 311 de noviembre de 1984 y su T.U.O. aprobado por DS No.003-85-JUS), la materia de Obligaciones contenía similar regulación en 24 artículos (Arts.226 la 249), dentro de su Sección Cuarta, que se ocupaba de las Sociedades Anónimas, es decir, la Emisión de Obligaciones estaba considerada como un mecanismo de endeudamiento exclusivo y propio de las Sociedades Anónimas (S.A.), lo que se explicaba porque hace 57 años (1966), no se contaba con una Ley del Mercado de Valores y la anterior Ley de Títulos Valores (Ley 16587) que era coetánea (1967) de la anterior LGS, se ocupaba sólo de cuatro títulos valores, ninguno de ellos valor mobiliario y ninguno de ellos Obligaciones; por lo que bajo tal concepción y ubicación legislativa, se incorporó dentro de la Sección correspondiente a las S.A., lo que por muchos años impidió que otras formas societarias y demás personas jurídicas y naturales, recurran a esta forma directa de financiamiento, a través de la emisión y colocación en el mercado de valores de Obligaciones, como alternativa al tradicional financiamiento bancario o a recursos propios, para cualquier deudor de recursos financieros de considerable magnitud que requiera de financiamiento con deuda, en trato directo con ofertantes de fondos dinerarios, fuera del sistema financiero y sin recurrir a recursos propios.

Fue mediante normas recientes y, en especial tributarias, que se varió tal régimen de identificar la emisión de Obligaciones con las S.A., haciendo extensiva su emisión a cualquier persona jurídica, por lo que se explica que la actual LGS lo haya extraído del Libro dedicado a dicha modalidad societaria (S.A.); pero manteniéndolo sin embargo dentro de su cuerpo como norma complementaria, en lugar de haberlo remitido a la Ley del Mercado de Valores -LMV- (D.Leg.861), que inclusive ya posibilita que las Obligaciones sean emitidas por cualquier deudor, incluyendo a las personas naturales o a cualquier persona jurídica, lo que incluye a las EIRLtda, Sociedades Colectivas, Cooperativas de toda naturaleza, Asociaciones, Fundaciones y cualquier otra persona jurídica y no solo por S.A., como lo vino haciendo la LGS. Esta apertura total en la emisión de Obligaciones, lo encontramos expresamente señalado en los Arts.4² y 86³ de la LMV.

² Decreto Legislativo No. 861. Ley del Mercado de Valores.

Artículo 4°.- Oferta Pública.- Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más **personas naturales o jurídicas** dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.

³ Decreto Legislativo No. 861. Ley del Mercado de Valores.

Así pues, no siendo más la emisión de Obligaciones facultad o patrimonio exclusivo de las sociedades reguladas en la LGS, y menos sólo de las S.A., concluimos que la LGS no es el lugar o norma más apropiada para la regulación de la Emisión de Obligaciones, por lo que nuestra propuesta es excluirlo totalmente de la LGS, remitiéndolo a las leyes propias de la materia, como son la LMV y la Ley de Títulos Valores.

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 de los agentes del sistema bancario (salvo que los emisores de las Obligaciones sean éstos), mediante la cual el inversionista acepta constituirse en acreedor del emisor de las Obligaciones y no en copropietario o partícipe del negocio o empresa a la que se destinarán sus recursos, como ocurre cuando adquiere otra clase de valores que no representan 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 o con la capitalización de deuda, por ejemplo; sin que por cierto sea esa la regla en los instrumentos de deuda como son las Obligaciones.

II. CONTRADICCIONES EN LA LGS: PROPUESTA DE CAMBIOS

Además de esta desubicación de la regulación en materia de emisión de Obligaciones, explicable por sus antecedentes regulatorios -pero no justificable-, quizá sólo por el hecho que las mayores emisiones son realizadas por las organizaciones societarias, apreciamos diversas contradicciones que se han generado, debido a la coexistencia de una pluralidad de normas legales que tratan el mismo tema de las Obligaciones, como las que señalamos en seguida, las que deberían salvarse en ocasión de revisar la actual LGS o elaborar la ley que la sustituya:

1. La actual LGS señalaba 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 la asamblea de acreedores de las emisiones precedentes preste su consentimiento. Esto último constituía un contrasentido del enunciado inicial; pues si no existiese ninguna preferencia entre las distintas emisiones o series, el pacto de preferencia respecto a alguna emisión o serie tendría que ser aprobada en asamblea por la totalidad de los acreedores y no solo por los acreedores de las emisiones *precedentes*. Agregaba este mismo numeral que la regla de no prelación entre ninguna de las emisiones, no afectará la preferencia que tiene cada emisión, respecto a sus propias garantías; y, finalmente que la preferencia de los Obligacionistas respecto a los demás acreedores, se regirán por las normas de la materia que determinen su preferencia (Art.309⁴, LGS), estableciendo un régimen de preferencias con diversas contradicciones.

Artículo 86°.- Definición.- La oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año sólo puede efectuarse mediante bonos, sujetándose a lo dispuesto en la presente ley y a las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley de Sociedades. **Pueden emitir bonos de acuerdo a dichas disposiciones incluso las personas jurídicas de derecho privado distintas a las sociedades anónimas.**

⁴ Ley No. 26887. Ley General de Sociedades.

Texto original:

Artículo 309°:- Régimen de Prelación

No existe prelación entre las distintas emisiones o series de obligaciones de una misma sociedad en razón de su fecha de emisión o colocación, salvo que ello sea expresamente pactado a favor de alguna emisión o serie en particular. Si se conviene un orden más favorable para una emisión o serie de obligaciones, será necesario que las asambleas de las obligaciones de las emisiones o series precedentes presten su consentimiento.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no afecta el derecho preferente de que goza cada emisión o cada serie con relación a sus propias garantías.

Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores sociales se rigen por las normas que determinen su preferencia.

Este cambio que se introdujo fue muy preocupante; pues según el anterior régimen (Art.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" que es la regla común en materia de prelación de acreencias; tal como lo establecía entonces el Art.24, del Dec.Leg.845 -Ley Concursal- que disponía que la preferencia de los créditos sin garantía, se determina "según su antigüedad"; por lo que no se encontraba explicación para esta norma distinta y cambio de régimen de preferencia solo para las Obligaciones introducido, que generó de inmediato serios problemas en el mercado. Así, se dijo que si hay una Emisión (A), sin garantías en Marzo 1998; luego un crédito bancario, sin garantías de Marzo 1999 (B); más otra Emisión (C), sin garantías, de Marzo del 2000, todos el mismo deudor:

- Si A se equipara a C, entonces A pierde antigüedad y se perjudica frente a B y C.
- Si C se equipara a A, entonces C gana antigüedad y se beneficia en perjuicio de A, pero no respecto a B según el último párrafo que tenía el artículo 309 de la LGS, que disponía que en ese caso rige la ley de la materia, o sea, que prima la antigüedad. Así, esta regla de la LGS sólo resultaba aplicable si entre emisión y emisión no hubiese otras acreencias distintas a ellas, lo que dista de la realidad y constituía una falta de lógica y consistencia.

En la práctica y en el ejemplo antes señalado y bajo las reglas comunes de preferencia basadas en la antigüedad, el inversionista C adquiere las Obligaciones a sabiendas que es el tercero en prioridad; mientras que el inversionista A conoce que es el primero por su antigüedad. Por ello, hasta que no fue modificado este régimen, se optó por señalar en cada contrato de emisión, que ella tendrá la preferencia según su antigüedad y la fecha de cada emisión, lo que evitó discusiones innecesarias de preferencias que la LGS introdujo al distinguir deudas provenientes de y extrañas a emisiones de Obligaciones.

De no hacerlo, se corría el riesgo que, además de los conflictos ya señalados, la existencia de una dificultad en la determinación de las preferencias respecto a las emisiones hechas antes de la LGS, sobre las que podría sostenerse que la nueva regla de preferencia era de aplicación por ser la vigente en el momento del concurso de acreedores y fecha 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, la que no puede ser variada en forma retroactiva, posición que está además sustentada en lo dispuesto por la 7ma. Disposición Transitoria⁵ de la misma LGS y la propia Constitución que garantiza la plena validez de los acuerdos contractuales según las leyes vigentes en el momento de ser concertados y que las leyes no pueden modificar los contratos ya formalizados conforme a las leyes vigentes en el momento de perfeccionarlos (Art.62)⁶. Lamentablemente la LGS, nada señalaba al respecto; por el contrario, bajo un criterio contrario y opuesto al cambio que

⁵ Ley No. 26887. Ley General de Sociedades

SÉPTIMA.- Inscripción de actos escriturados con fecha anterior a la dación de la ley

Por excepción las escrituras públicas de modificación del pacto social y del estatuto y, en general, de emisión de obligaciones, transformación, fusión, escisión o disolución, o cualquier otro acto societario que hayan sido otorgadas o que correspondan a acuerdos adoptados antes de la vigencia de esta ley, podrán inscribirse en el Registro, aún cuando contengan pactos o se sujeten a formalidades que no se ajusten a lo establecido en esta ley.

⁶ Constitución Política del Perú de 1993.

Artículo 62°. La libertad de contratar **garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase.** Los conflictos derivados de la relación contractual sólo se solucionan en la vía arbitral o en la judicial, según los mecanismos de protección previstos en el contrato o contemplados en la ley.

introduce, en el mismo Artículo 309° se 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 se supone que tienen la misma prelación, y, además, como ya anotamos antes, contrariamente a lo que disponía, solo exigía el consentimiento de los obligacionistas de emisiones “precedentes” y no de los posteriores como tendría que haber sido, evidenciando la prelación por antigüedad en este extremo. Ante ello, cuando en fecha posterior a la LGS se elaboró la Ley de Títulos Valores, se rectificó dicho régimen, modificando el Art.309 de la LGS según la Tercera Disposición Modificatoria de la Ley de Títulos Valores, texto vigente actualmente, que restituye el régimen de prelación por antigüedad de las acreencias, salvando así las contradicciones antes anotadas. El actual texto, señala lo siguiente:

Artículo 309°.- Régimen de Prolación

La fecha de cada emisión y series de obligaciones de un mismo emisor determinará la prelación entre ellas, salvo que ella sea expresamente pactada en favor de alguna emisión o serie en particular, en cuyo caso será necesario que las asambleas de obligacionistas de las emisiones o series precedentes presten su consentimiento.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no afecta el derecho preferente de que goza cada emisión o cada serie con relación a sus propias garantías específicas.

Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores del emisor, se rigen por las normas que determinen su preferencia.

De este modo, esta materia de prelación entre las diversas emisiones de Obligaciones y entre acreedores en general de distinto origen y naturaleza, así como la aceptación de una preferente prelación respecto a una determinada emisión de Obligaciones, ha quedado regulado con propiedad y ajustado a las reglas comunes que en esta materia tenemos en nuestro ordenamiento legal y también, mayoritariamente, en la comprada, que tiene como base la antigüedad de la acreencia para determinar la prelación; basado en el conocimiento y mejor información que tiene un acreedor reciente de la situación reciente del deudor, respecto a la capacidad de pago y solvencia del deudor, por lo que los acreedores recientes deben estar expuestos al riesgo de contraparte según la situación actual del deudor, de quien tienen pleno y reciente conocimiento, respecto a un acreedor antiguo, que también asumió el riesgo de crédito; pero con información de esa época.

Como es fácil apreciar, temas como los que comentamos, no son pues propios de una LGS, por lo que postulamos que toda la regulación en esta materia de Obligaciones que contiene la actual LGS, debería ser trasladada a las leyes especiales que regulan este instrumento de deuda, y a leyes y cuerpos normativos que rigen la prelación de pagos ante la pluralidad de acreedores, como ante el concurso por insolvencia que es regida por otras leyes especiales como el Código Civil y la Ley General del Sistema Concursal (Ley No.27809), y no mantenerlo en la LGS.

2. Las Obligaciones pueden ser Nominativas o Al Portador (Art.313, LGS). Esta norma contradice los argumentos esgrimidos para prohibir la emisión de Acciones Al Portador (Art.51); más aún cuando las Obligaciones pueden ser convertibles, o perpetuas y/o estructuradas, en modo tal que en esos casos, las Obligaciones resultan muy similares a las Acciones, por lo que carece de sustento negar la posibilidad de emitir Acciones Al Portador y permitir que las Obligaciones (sean o no Convertibles) si puedan ser Al Portador. En su lugar, estimamos que debe establecerse como regla (como ya se logró incorporar en la Ley de Títulos Valores, norma que obliga la identificación del tenedor

de Valores Al Portador⁷), que en los títulos valores Al Portador, para ejercitar cualquier derecho derivado de ellos, su titular debe identificarse necesariamente, tipificándose además como delito la práctica denominada prestanombre (interpósita persona o testafiero), con lo que los argumentos de orden tributario y de prevención de lavado de activos que se esgrimen respecto al riesgo del uso de los valores Al Portador, carecen de todo sustento y han sido salvadas todas las objeciones que se señalaban contra estos títulos Al Portador, confundiendo los con valores anónimos, cuando la mención y clase de Al Portador, se refiere exclusivamente a su forma de transmisión o circulación (posible sin más formalidad que su simple entrega o tradición), no debiendo ello relevar de identificarse a quien exija la prestación que representa cualquier Título Valor Al Portador. Así como quien demanda judicialmente la ineficacia de un título valor Al Portador, extraviado o sustraído, debe identificarse, no vemos por qué no debe hacer lo propio quien cobra un dividendo de una Acción Al Portador, o pretende participar en una Junta de Accionistas del tenedor de Acciones Al Portador, tal como lo permitía la LGS anterior o lo permiten otras legislaciones; o, quien cobra los intereses de un Bono o de cualquier otra Obligación Al Portador, o quien cobra un cheque Al Portador, debe necesariamente identificarse; con lo que se rompe y elimina el mito de que los Títulos Valores Al Portador facilitan la evasión tributaria o fomentan el lavado de activos. De ser así, tampoco debería permitirse la emisión de Obligaciones Al Portador, como la actual LGS sí lo permite, o la emisión de Cheques Al Portador, de CBME y CBMN Al Portador, que igualmente están permitidos por las leyes nacionales, a la fecha.

Temas como éste, de las alternativas de emisión de Obligaciones en forma Nominativa o Al Portador, no son pues materia de la LGS; por lo que este régimen de emisión de estos instrumentos de deuda, deben ser tratados en las leyes especiales de la materia, como la LMV y la Ley de Títulos Valores.

3. Las Obligaciones, según señala el Art.313 de la LGS, pueden ser representadas por "...títulos, certificados, anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma que permita la ley"; soportes de los cuales ya las leyes de la materia tratan con mejor y mayor claridad y técnica. En efecto, los soportes de los títulos valores son físicos o tangibles, pudiendo desde ya hace algunos años, también utilizarse soportes desmaterializados, como las anotaciones en cuenta o soportes electrónicos, como lo señalan con mejor propiedad la LMV en su Art.80⁸, y la Ley de Títulos Valores en los Arts.1 y 2⁹ que los distingue con una

⁷ Según el Art.25 de la Ley de Títulos Valores Al Portador, es obligatorio que el tenedor que exija algún derecho representado por el Título, debe identificarse. Esa identificación debe comprender el nombre o denominación social, número de documento oficial de identidad, firma de ser el caso, informaciones que pueden ser consignados en el mismo Título o en documento aparte. Precisa esta Ley al respecto que, el hecho que el tenedor de un Título Al Portador consigne esos datos de su identidad en el mismo Título Valor, no conlleva que el Título deje de ser Al Portador, ni que dicho tenedor que se identifique señalando sus datos y firma (de ser el caso) en el mismo Título Valor, asuma responsabilidad cambiaria respecto al mismo.

En seguida reproducimos el texto del referido Art.25 de la Ley de Títulos Valores, que no existía en la anterior Ley, por lo que se generó la errada idea de que los Títulos Valores Al Portador y/o sus tenedores, son títulos o tenedores anónimos; lo que no es correcto.

"Artículo 25°.- Identificación del último tenedor

El tenedor que exija la prestación representada en un título valor al portador deberá identificarse. El nombre, el número del documento oficial de identidad y la firma de cancelación podrán constar en documento aparte o en el mismo título valor, sin que por ello se altere su naturaleza, ni genere obligación cambiaria derivada del mismo para dicho tenedor."

⁸ **Decreto Legislativo No. 861. Ley del Mercado de Valores**

Artículo 80°.- Forma de Representación.- Los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos, independientemente que se trate de valores objeto de oferta pública o privada. Cualquiera fuera su forma de representación confieren los mismos derechos y obligaciones a sus titulares.

⁹ Ley de Títulos Valores

La denominación de "Ley de Títulos Valores" que tiene la Ley No.27287, en su elaboración, generó nuestra observación, al resultar una denominación impropia; pues esta Ley No.27287 no solo regula a los Títulos Valores, sino también a los Valores Desmaterializados, por lo que propusimos que la Ley debería denominarse "Ley de Valores Negociables" o similar denominación, comprendiendo así tanto a los Valores en Título, como a los Valores con Anotación en Cuenta y a los Valores en otros soportes que faculte la ley.

Ante ello, el equipo que elaboró el Proyecto de esta Ley, definió por mayoría, que se mantenga la denominación anterior de Ley de Títulos Valores, debido a que el encargo que se había recibido era el de

adecuada técnica legislativa. Por ello, la disposición contenida en el antes mencionado Art.313 de la LGS, resulta innecesaria y superada por las normas que rigen en modo especial esta materia; pues es por demás evidente que distinguir los soportes que pueden utilizarse para la representación de las Obligaciones (u otros Valores), en "...títulos" y "certificados", no tiene sustento, al no ser los "certificados" un soporte distinto al "título" o soporte físico o de papel. La Ley de Título Valores, con total precisión trata sobre estos soportes que todos los valores pueden tener, no solo las Obligaciones, distingue el Valor en Título, que es el Título-Valor, del Valor que no utiliza un soporte físico o de papel, sino otros soportes o sistemas desmaterializados o no físicos, como la anotación en cuenta, es decir, registros contables, o medios electrónicos que posibilitan prescindir del soporte físico, por lo que se les ha venido en denominar Valores "Desmaterializados" para distinguirlo de los "Materializados", tal como son descritos en el Glosario¹⁰ de la Ley de Títulos Valores, haciendo el distingo básicamente en el soporte físico o papel.

proponer una "Ley de Títulos Valores" y presentar una Ley con otra denominación podría generar alguna observación o considerarse un incumplimiento del encargo; y, además, se arguyó que la denominación no es lo sustancial, sino es el contenido de la Ley lo importante. Ante esa argumentación, admitimos que la amplitud de la Ley que comprende a todos los Valores, tengan soporte físico (Títulos, papel) o soporte distinto (Desmaterializados), quede señalado expresamente en la misma Ley, lo que quedó plasmado en los dos primeros Artículos de esta Ley. El Art.1 que se refiere a los Valores en Título (Títulos Valores) y el Art.2, que se refiere a los Valores Desmaterializados. Así aun cuando la denominación de la Ley parecería que trata solo a determinados valores, a los que tienen soporte físico, no es así. Es una Ley que comprende a todos los Valores, con y sin soporte físico; como puede apreciarse de dichos numerales que reproducimos en seguida:

Artículo 1º.- Título Valor

- 1.1 Los **valores materializados** que representen o incorporen derechos patrimoniales tendrán la **calidad** y los efectos de **Título Valor**, cuando estén destinados a la circulación, siempre que reúnan los requisitos formales esenciales que, por imperio de la ley, les corresponda según su naturaleza. Las cláusulas que restrinjan o limiten su circulación o el hecho de no haber circulado no afectan su calidad de título valor.
- 1.2 Si le faltare alguno de los requisitos formales esenciales que le corresponda, el documento no tendrá carácter de título valor, quedando a salvo los efectos del acto jurídico a los que hubiere dado origen su emisión o transferencia.

Artículo 2º.- Valor Representado por Anotación en Cuenta

- 2.1 Los **valores desmaterializados**, para tener la misma naturaleza y efectos que los Títulos Valores señalados en el artículo 1º, requieren de su **representación por anotación en cuenta** y de su **registro ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores**.
- 2.2 La creación, emisión, transmisión y registro de los valores con representación por anotación en cuenta, así como su transformación a valores en título y viceversa, se rigen por la ley de la materia; y **por la presente Ley, en todo aquello que no resulte incompatible con su naturaleza**.
- 2.3 La representación por anotación en cuenta comprende a la totalidad de los valores integrantes de la misma emisión, clase o serie, sea que se traten de nuevos valores o valores existentes, con excepción de los casos que señale la ley de la materia.
- 2.4 La **forma de representación de valores, sea en título o por anotación en cuenta**, es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión, susceptible de modificación conforme a ley.

¹⁰ Ley No. 27287. Ley de Títulos Valores
Glosario

"15.**Valor Materializado**: El título valor emitido en soporte papel, generándose una inmanencia e identidad entre el derecho patrimonial y dicho soporte"; de este modo, se asevera que papel (soporte físico) y derecho patrimonial representado, son uno solo; por lo que resulta necesaria su tenencia o posesión física para exigir el derecho que representa el Título-Valor.

"16.**Valor desmaterializado**: El valor que prescinde del soporte papel y, en su lugar, está representado por anotación en cuenta cuyo registro está a cargo de una Institución de Compensación y Liquidación de valores.", por lo que en este caso, deja de denominarse Título Valor, siendo lo apropiado denominarlo Valor Desmaterializado (que puede constar en un soporte electrónico u otro que no sea el físico o papel; o "Valor Con Anotación En Cuenta", que es el Valor que se registra en cuentas, bajo los mismos principios del Derecho Registral, con la necesaria intervención de una Institución de Compensación y Liquidación de Valores -ICLV- que actúa como el ente registrador de estos Valores, que sin afectar la naturaleza y fines de los Títulos Valores, confiere inclusive mayor seguridad para el mercado y para los agentes que operan con estos Valores.

Por ello, disposiciones como ésta (Art.313 LG), sobre el soporte de las Obligaciones, carecen de utilidad y sentido en una Ley que regula a las organizaciones societarias; debiendo tratarse este tema en las leyes especiales de la materia, como la LMV y la Ley de Títulos Valores que, por lo demás, ya lo tratan con propiedad y mejor técnica legislativa, conjuntamente con los demás Valores, no solo respecto a soportes para las Obligaciones sino para todos los Valores; razón por la cual estimamos que este tema debe ser excluido de la LGS.

4. El mismo numeral (Art.313, LGS), se refiere a las Obligaciones en "títulos o certificados" y a los "cupones correspondientes a sus intereses", señalando que tienen "mérito ejecutivo"; mientras que las Obligaciones "representadas por medio de anotaciones en cuenta" se rigen por las leyes de la materia. Igualmente, esta disposición ya carece de utilidad y sentido, al estar tratado este asunto de la calidad de título ejecutivo de las Obligaciones, con mayor claridad y técnica, en la LMV y en la Ley de Título Valores. En efecto, la LMV en su Art.81, modificado por la Ley de Títulos Valores, ya señala que los valores de Oferta Pública o Privada, que representen deuda, constituyen "títulos de ejecución", por lo que no requieren de protesto, cuando consten en título o en soporte materializado. Y tratándose de Valores con 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, que también la LMV ya ha determinado con claridad; quedando así plenamente establecido que todos los Valores Mobiliarios y no solo las Obligaciones de las que trata la LGS, tienen mérito ejecutivo por sí solos, sin requerir de la formalidad del proyecto para ejercer las acciones cambiarias derivadas de ellos, utilizando el soporte físico (Títulos Valores) o el Certificado que expida la ICLV (Valores con Anotación en Cuenta), según dispone el Art.216 de la LMV ¹¹.

Al respecto, según el Art.688 del CPC, el Proceso de Ejecución se promueve sólo en mérito a (i)Títulos Ejecutivos y a (ii)Títulos de Ejecución. Los documentos a los que la Ley les da mérito ejecutivo, son Títulos Ejecutivos (Art.693¹² CPC). Por tanto, lo que para la LGS es un título ejecutivo, para la LMV es un título de ejecución, contradicción que precisamente se genera como consecuencia de tratar la misma materia en diversas normas legales, que es muy frecuente en nuestra legislación; por lo que estimamos que lo correcto es eliminar estas materias que son propias de las leyes especiales como la LMV, la Ley de Títulos Valores y normas procesales (CPC), mas no en la LGS de la que debe ser excluida.

¹¹ Ley del Mercado de Valores

Artículo 81°.- Ejecución de Valores Representativos de Deuda.- Los valores mobiliarios representativos de deuda, emitidos por oferta pública o por oferta privada, constituyen títulos valores ejecutivos. Tratándose de valores representados por anotaciones en cuenta, tal condición recae en el certificado a que se refiere el Artículo 216°.

Artículo 216°.- Certificado.- La titularidad para la transmisión y el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por anotaciones en cuenta o de los derechos limitados o gravámenes constituidos sobre ellos pueden ser acreditados con certificado otorgado por la institución de compensación y liquidación de valores.

El certificado a que se refiere el párrafo anterior no confiere más derechos que los que en él se indica. El acto de disposición del certificado es nulo.

Mediante disposiciones de carácter general CONASEV regulará la expedición, vigencia y procedimientos aplicables al certificado de que trata el presente artículo.

¹² **Decreto Legislativo No. 768. Código Procesal Civil**

Títulos ejecutivos.-

Artículo 693.- Se puede promover proceso ejecutivo en mérito de los siguientes títulos:

"1. Títulos Valores que confieran la acción cambiaria, **debidamente protestados** o con la **constancia de la formalidad sustitutoria del protesto** respectiva; o, en su caso, con **prescendencia de dicho protesto** o constancia, conforme a lo previsto en la ley de la materia;

"2. La **constancia de inscripción y titularidad expedida por la Institución de Compensación y Liquidación de Valores** en el caso de valores representados por anotación en cuenta, por los derechos que den lugar al ejercicio de la acción cambiaria, conforme a lo previsto en la ley de la materia".

5. Según el Art.314 de la LGS, en el caso de Obligaciones en título o certificado, las informaciones consistentes a las garantías específicas, a su valor nominal, fecha de vencimiento, modo y lugar de pago, régimen de intereses y demás condiciones de la emisión o serie, pueden constar en forma resumida, si se indica en el mismo título que estas informaciones aparecen completas y detalladas, “[...] en un prospecto que se deposita en el Registro y en la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores [...]”, antes de poner las Obligaciones en circulación. Por otro lado, según el Art.434 de la LGS, “[...] El depósito del prospecto de emisión de Obligaciones se anota en la Partida de la sociedad emisora.” Estas exigencias, a todas luces, ahora resultan a nuestro juicio, ociosas, obsoletas, y duplican innecesaria e inadecuadamente lo que se refiere a la publicidad de las condiciones de las emisiones de Obligaciones, que ahora se hacen a través del Registro Público del Mercado de Valores, que opera dentro de la SMV (antes CONASEV); por lo que el depósito de prospectos de emisión de Obligaciones en los RRPP(Sunarp) que contenía la LGS anterior a la actualmente vigente, se explicaba debido a que no existía entonces (1966) el Registro Público especial de Valores que hoy tenemos, en el que todo emisor de valores para su oferta pública debe inscribirlos; por lo que las normas que al respecto contiene la LGS deben derogarse y ser excluidas de su texto, por tratarse de asuntos propios de las leyes especiales en materia, como son la LMV y la Ley de Títulos Valores; más aún cuando la LGS no señala cuál es el procedimiento para el depósito de Prospectos en el RRPP-SUNARP. Según el Código Civil (Art.2010¹³), toda inscripción en el Registro requiere de la formalidad de un instrumento público, con lo que se estaría estableciendo una formalidad onerosa, además de innecesaria hoy, cuando la publicidad de estos prospectos y condiciones de las emisiones de Obligaciones, tienen ya una adecuada regulación en la LMV y una frondosa y suficiente regulación en las normas emitidas por la SMV (antes CONASEV). Urge pues eliminar esta obligación de este depósito del Prospecto que contiene aun vigente la LGS, requisito que -como sabemos- sólo se requiere en las emisiones con colocación por oferta pública y en vía de información para el inversionista, que ya se cumple plenamente a través de la inscripción y autorización previa ante la SMV, por lo que en la práctica estas disposiciones contenidas en la LGS no vienen más observándose, siendo innecesaria su mantenimiento en dicha Ley que rige y es propia de las organizaciones societarias y no de los instrumentos de deuda que pueden utilizar no solo estas sociedades, sino cualquier persona natural o jurídica.

6. Los Arts.315, 316 y 317 de la LGS, tratan acerca de las Obligaciones Convertibles, disponiendo que solo las Sociedades Anónimas (S.A.) y las Sociedades en Comandita por Acciones, pueden emitir “Obligaciones Convertibles en Acciones”, conforme a las condiciones previstas en la escritura pública. Estas disposiciones nos generan serios reparos, por sus evidentes contradicciones y actual desactualización.

Así, no tiene consistencia que, admitiéndose la convertibilidad de las Obligaciones, no pueda tal capitalización de deuda ser posible solo con emisión de Acciones de una S.A. o de una SeCpA; esto es, solo a cambio de Acciones, y no, por ejemplo, a cambio de Participaciones, cuando la deuda a través de Obligaciones, puede ser asumida por cualquier otra modalidad societaria o persona jurídica en general, no solo por deudor emisor de Acciones.

En efecto, tal limitación podía ser explicable, cuando la LGS anterior a la vigente permitía emitir Obligaciones solo a las S.A., mas no ahora cuando la emisión de Obligaciones no es más facultad o patrimonio exclusivo de las S.A..

7. Según el Art.319 de la LGS, los “gastos normales” del Sindicato de Obligacionistas, corren a cargo de la “sociedad emisora” y no deben exceder del “2% de los intereses

¹³ Decreto Legislativo No. 295. Código Civil.

Artículo 2010:- Título que da mérito a la inscripción

La inscripción se hace en virtud de título que conste en instrumento público, salvo disposición contraria.

anuales" devengados por las "Obligaciones emitidas", salvo pacto distinto. Resulta pues por demás extraño e inapropiado, que una Ley que regula a las organizaciones societarias, regule asuntos totalmente extraños a lo que debe ser su contenido; más aún, haciendo referencias a la naturaleza de gastos que no son posibles siquiera de entender, como es la referencia a "gastos normales", cuya determinación no es nada clara, ni existen elementos para calificarlos como tales y distinguirlos de los gastos extraordinarios, ni se señala quién asume estos últimos. También fijar límites a los gastos que pueda generar el Sindicato de Obligacionistas, que sean de cargo del emisor, si este fuese una "Sociedad", fijando tal límite en 2% de los "intereses anuales" devengados por las Obligaciones emitidas, no es concordante con la libertad de determinar costos y precios, ni con la naturaleza de ciertas Obligaciones, que no generan intereses, sino otras formas de ganancia de capital, tal es el caso de Obligaciones que se coloquen bajo la par, o devenguen otra clase de ganancias o ajustes de capital con índices diversos, sin devengar "intereses". Según su tenor, parecería también que estas disposiciones de la LGS, solo rigen para emisores que sean Sociedades; dejando en el limbo a los demás emisores no societarios; lo que no se condice con la realidad.

Esta es pues otra norma que contraviene las disposiciones que ya contiene la ley de la materia (LMV), reglamentada por diversas disposiciones de la SMV, por lo que debe ser excluida de la LGS.

8. La LGS (Art.306), no señala que el Representante de Obligacionistas sea persona no vinculada al emisor, por lo que podría sostenerse la derogatoria tácita del Art.87 de la LMV, que establece tal prohibición. Si se considera que no ha operado tal derogatoria expresa en aplicación el 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 constituye un trato dispar, que igualmente debe ser concordada, señalando este régimen en las leyes de la materia, como son la LMV y la Ley de títulos valores.

En relación a este Representante de Obligacionistas, innecesariamente se repiten sus funciones en el Art.325 de la LGS, cuando ya lo están en el Art.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 (Art. I C.C.). Esta regulación duplicada, lo único que genera es contradicciones y desorientación para el mercado, lo que debe solucionarse, mediante la exclusión de esta materia de las Obligaciones de la LGS, remitiéndola a la ley de la materia.

Por otro lado, según la LMV, el Representante de Obligacionistas se requiere sólo si se tratan de emisiones de Obligaciones que sean Bonos (Obligaciones de plazo mayor a un año); mientras que la LGS lo establece para toda emisión de ellas; es decir, inclusive para los Instrumentos de Corto Plazo, contradicción que igualmente debe solucionarse, excluyendo esta materia de la LGS.

9. 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 (Art.331, LGS).

Cabe preguntarse al respecto, ¿cuánto tiempo es el que se considera "más conveniente"? Se entiende (que es más conveniente) para el emisor (¿o es para el tomador?). ¿Puede ser este lapso indefinido si se demuestra que ello es el que más le conviene?. Apreciamos además que no hay límite para esta recompra. En cambio,

para el caso de adquisición de acciones por el propio emisor, se ha fijado como tope el 10% y por un plazo máximo de 2 años (Art.104.4., LGS), tratamiento con el que no se guarda concordancia, dejándose el plazo y monto de las readquisiciones de las Obligaciones a libre determinación del emisor; lo que no creemos que sea lo más conveniente y, en todo caso, ser un tema materia de la ley correspondiente que no es pues la LGS.

10. Las emisiones de Obligaciones sujetas a régimen especial, se rigen por la LGS sólo en forma supletoria como señala el Art.332 de la LGS. No hay duda que las emisiones según la Ley General del Sistema Financiero se rigen en forma supletoria por la 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; por lo que ¿tendríamos en materia de emisión de Obligaciones a la LGS, -como ley general, y a la LMV y a la Ley de Títulos Valores como leyes especiales? Como sabemos, la LMV hace frecuentes remisiones a la LGS, por lo que de haber diferencias entre LGS y LMV, y las hay varias no solo en los casos antes señalados, la pregunta es ¿cuál primará en materia de Emisión de Obligaciones? que es el tema de nuestro interés. Dudas e interrogantes para las que no encontramos solución; proponiendo por nuestra parte excluir de la LGS todas las regulaciones que contiene en materia de emisión de Obligaciones, por no ser la LGS la norma apropiada para regularlas.

III. REFLEXIÓN FINAL

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, de la actual LGS, remitiéndolo a las leyes especiales de la materia, que son la LMV y la Ley de Títulos Valores, uniformando y reordenando así nuestra legislación en esta importante materia de emisión de Obligaciones.

BIBLIOGRAFIA

Normatividad Peruana:

- Decreto Legislativo No. 295. Código Civil.
- Decreto Legislativo No. 768. Código Procesal Civil.
- Decreto Legislativo No. 861. Ley del Mercado de Valores.
- Ley No. 26887. Ley General de Sociedades.
- Ley No. 27287. Ley de Títulos Valores.
- Constitución Política del Perú de 1993.