

La Regulación del Representante de los Obligacionistas en el Ámbito del Mercado de Valores

Farah Torres García*

Resumen:

En el presente artículo, la autora hace una introducción a la figura del Representante de los Obligacionistas detallando los requisitos, funciones, responsabilidades y demás características de dicha institución, acompañando esto de las normas concernientes a esta figura. Centrándose en la emisión de obligaciones por oferta pública, la autora nos narra estos aspectos necesarios del Representante de los Obligacionistas, pieza clave entre el Sindicato de los Obligacionistas y el emisor.

Palabras clave:

Representante de los Obligacionistas - Oferta pública - Derecho Societario - Mercado de Valores - Emisión de obligaciones - Ley General de Sociedades

Sumario:

1. Las emisiones de obligaciones
2. El Sindicato de los Obligacionistas y el Representante de los Obligacionistas
3. Requisitos para asumir el cargo de Representante de los Obligaciones
4. Funciones del Representante de los Obligacionistas
5. Responsabilidad del Representante de los Obligacionistas
6. Designación, ratificación y cambio del Representante de los Obligacionistas
7. El Representante General de los Obligacionistas en los programas de emisión de deuda
8. Retribución del Representante de Obligacionistas
9. Excepciones a la designación del Representante de los Obligacionistas
10. El Representante de los Obligacionistas en las emisiones por oferta privada

* Abogada de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. En el ámbito profesional se ha especializado en derecho corporativo, Mercado de Valores, societario, financiero, y arbitraje. Ex-presidenta de la Asociación Civil Derecho & Sociedad.

Para la realización de una emisión de instrumentos de deuda, además de la participación del emisor, se necesita de la intervención de otras figuras relevantes tales como el Agente Estructurador y el Representante de los Obligacionistas, los mismos que desempeñan un rol indispensable en dicho acto. No obstante, existe escasa y confusa regulación y referencias respecto a dichas entidades, en especial respecto del rol y las funciones que desempeña el Representante de los Obligacionistas en la emisión de obligaciones y su función de representación y gestión del Sindicato de los Obligacionistas.

En el presente artículo, enmarcándonos en la emisión de obligaciones por oferta pública, se desarrollarán los requisitos para actuar como Representante de los Obligacionistas, sus funciones, su responsabilidad, entre otros aspectos relevantes establecidos por las normas aplicables. Cabe resaltar que dichos aspectos son de especial relevancia en la emisión de obligaciones, los mismos que suelen estar estipulados en los contratos de emisión de deuda.

1. Las emisiones de obligaciones

Para comprender la figura del Representante de los Obligacionistas, es necesario enmarcarse en el acto de emisión de obligaciones y su regulación contenida en la Ley General de Sociedades, Ley No. 26887 ("LGS") y la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No. 861 ("LMV") y los distintos reglamentos emitidos por la Superintendencia del Mercado de Valores ("SMV") referidos a sus funciones.

Al respecto, la emisión de obligaciones es el acto societario por el cual una sociedad emisora – mediante un contrato de emisión de obligaciones – capta recursos (activos) de terceros contra el otorgamiento de un derecho de crédito (pasivo). De esa manera, dichos terceros, denominados obligacionistas, adquieren la condición de acreedores de la sociedad emisora en mérito de la titularidad de la obligación, la misma que es representada mediante un instrumento representativo de deuda¹.

A diferencia de un contrato de mutuo dinerario, un préstamo u otras modalidades similares por la que una sociedad puede financiarse contra la adquisición de un pasivo por parte de un titular, el acto de emisión de obligaciones consiste en la emisión de una pluralidad de obligaciones, las mismas que pueden ser adquiridas por uno o más titulares. Así, dicho acto reconoce la pluralidad de titulares que tienen interés en que la sociedad emisora cumpla con satisfacer las obligaciones contraídas de acuerdo a las condiciones pactadas.

Es importante señalar que la emisión de obligaciones puede realizarse mediante oferta pública u oferta privada, según las características de la difusión de la invitación por parte de la sociedad emisora a los posibles obligacionistas para adquirir los instrumentos de deuda a ser emitidos. Sobre el particular, el artículo 5 de la LMV² señala que es oferta privada que no califica como oferta pública, sin perjuicio de los supuestos específicamente señalados tales como la oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales y las ofertas correspondientes a valores cuyo valor nominal sea igual o superior a los S/. 250 000. Asimismo, el artículo 4 de la LMV³ señala que constituye oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.

De otro lado, cabe resaltar que el acto de emisión de obligaciones, y consecuentemente, las disposiciones relacionadas al Representante de los Obligacionistas, se encuentran regulados en la Sección Primera "Emisión de Obligaciones" del Libro Cuarto "Disposiciones Complementarias" de la LGS; así como en las normas del Título Cuarto "Valores Mobiliarios" de la LMV.

En ese sentido, a toda emisión de obligaciones le corresponde la regulación de la LGS tratarse de un acto societario. De otro lado, a las emisiones que se realicen mediante oferta pública (y únicamente a éstas), les será de aplicación la LMV y los reglamentos expedidos por la SMV, en la medida que corresponden al ámbito de supervisión del Mercado de Valores⁴.

1 Los instrumentos de deuda pueden ser diversos según el plazo de las obligaciones que representan y los derechos que incorporan, siendo los más comunes los papeles comerciales para obligaciones de corto plazo (menores a un año) y los bonos corporativos (mayores a un año).

2 Artículo 5 de la LMV: Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello, se consideran ofertas privadas las siguientes: a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores. b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores. c) Aquellas que establezca Conasev."

3 Artículo 4 de la LMV: "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."

4 Al respecto, el artículo 1 de la LMV, refiriéndose al ámbito de aplicación de la normativa del Mercado de Valores, señala que ésta es aplicable a las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores, los valores de oferta pública, dejando constancia que las disposiciones no alcanzan a las ofertas privadas, salvo disposición expresa en contrario.

2. El Sindicato de los Obligacionistas y el Representante de los Obligacionistas

En virtud del reconocimiento a la pluralidad de titulares de las emisiones de obligaciones, la LGS ha previsto la necesidad del reconocimiento de un "Sindicato de los Obligacionistas". Dicha institución, tiene como finalidad reunir organizadamente a los titulares de los instrumentos representativos de deuda de una emisión, a efectos que se organicen para adoptar decisiones de manera colectiva y ordenada para proteger sus intereses, y consecuentemente, adquieran mayor capacidad de negociación con la sociedad emisora, a efectos de proteger sus acreencias derivadas de la emisión específica.

El Sindicato de los Obligacionistas se encuentra conformado por la Asamblea de Obligacionistas, y por el Representante de los Obligacionistas. Así, la Asamblea de Obligacionistas es el órgano máximo del Sindicato de los Obligacionistas, el cual es la reunión de todos los obligacionistas de una emisión determinada, a efectos de adoptar acuerdos de manera colectiva a nombre del Sindicato.

Conforme al artículo 322 de la LGS, la Asamblea de Obligacionistas tiene las siguientes facultades: (i) acordar lo necesario para la defensa de los intereses de los obligacionistas; (ii) modificar, de acuerdo con la sociedad, las garantías establecidas y las condiciones de la emisión; (iii) remover al Representante de los Obligacionistas y nombrar a su sustituto, corriendo en este caso con los gastos que origine la decisión; (iv) disponer la iniciación de los procesos judiciales o administrativos correspondientes; y, (v) a probar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes. Es de señalar que dichas facultades son adoptadas de manera colegiada, de manera similar a los acuerdos de las juntas generales de accionistas de las sociedades.

Por mandato legal, la asamblea de obligacionistas se encuentra representada por el Representante de los Obligacionistas, quien gestiona el Sindicato. En ese sentido, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 325 de la LGS, el Representante de los Obligacionistas es el intermediario entre la sociedad emisora y el Sindicato de los Obligacionistas. De esa manera, el Representante de los Obligacionistas ejerce

la representación y gestión del Sindicato de los Obligacionistas, asumiendo las responsabilidades señaladas en el referido artículo, conforme se desarrollará más adelante.

Respecto al Representante de los Obligacionistas, denominado "comisario" en la legislación española, Garrigues y Uría manifiestan lo siguiente: *"El comisario es pieza fundamental del sistema instaurado por nuestra ley. Es realmente clave del sistema. Para que algunas de las modalidades, características o circunstancias del empréstito no sean impuestas o decididas unilateralmente por la sociedad, y sobre todo, para que exista un órgano de enlace entre la sociedad y el Sindicato, que, actuando sin interés propio vigile en general cuanto concierne a los obligacionistas y tutele los intereses comunes de éstos, la ley ha recurrido a la institución del comisario"*⁵.

3. Requisitos para asumir el cargo de Representante de los Obligacionistas

En la medida que el desarrollo del presente artículo radica en las responsabilidades y funciones del representante de los obligacionistas en el marco de las ofertas públicas, éste estará centrado en las funciones del mismo de conformidad con la normativa de la LGS y LMV, concluyendo con una reflexión sobre el desempeño del representante de los obligacionistas en las emisiones de instrumentos de deuda mediante ofertas privadas.

En el marco de las emisiones de instrumentos de deuda bajo oferta pública, el artículo 87 de la LMV señala que puede ser designado como Representante de los Obligacionistas cualquier persona natural o jurídica que cumpla con los requisitos establecidos por la SMV mediante norma de carácter general. Al respecto, el artículo 1 de la Resolución SMV No. 004-2011-EF/94.01.1 establece que las empresas bancarias, financieras, sociedades agentes de bolsa y empresas de servicios fiduciarios autorizadas de acuerdo con la legislación vigente podrán ser designadas como Representantes de los Obligacionistas⁶.

Cabe señalar que en el ámbito del Mercado de Valores, el eje de la regulación radica en que el inversionista requiere de protección, la misma que en el marco de las ofertas públicas consiste en la disposición de toda la información necesaria para

5 Garrigues, Joaquín y Uría, Rodrigo. Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo II. Tercera Edición. Editorial e Imprenta Aguirre. Madrid. 1976. p. 530-531. Rodrigo. En: ENRIQUE, Elías. Derecho Societario Peruano, La Ley General de Sociedades del Perú. Editora Normas Legales, Edición 2001, Trujillo, p. 694)

6 El artículo 306 de la LGS señala: "Son condiciones necesarias la constitución de un sindicato de obligacionistas y la designación por la sociedad de una empresa bancaria, financiera o sociedad agente de bolsa que, con el nombre de representante de los obligacionistas, concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas." No obstante, para ofertas públicas, las mismas que pertenecen al ámbito del Mercado de Valores, se aplica lo dispuesto por la LMV y las normas de la SMV, por ser disposiciones específicas.

adoptar una decisión informada de inversión. Es de resaltar que el regulador (SMV) no interviene en la supervisión del cumplimiento de las obligaciones estipuladas en el contrato de emisión, limitando su función a la de garantizar que la información presentada a los inversionistas respecto de la oferta sea difundida de manera veraz, suficiente, clara y oportuna, así como a vigilar que se respete el contenido mínimo de los derechos de los inversionistas establecidos por la LMV y LGS.

De esa manera, se aprecia que la norma persigue que el Representante de los Obligacionistas debe ser un experto en materia de financiamiento y Mercado de Valores para poder gestionar y administrar el Sindicato, considerando que las personas que sean calificadas por la SMV tendrán la experiencia y capacidad de negociación suficiente para atender los intereses de los inversionistas, mediante mecanismos de derecho privado.

De otro lado, para ser designado como Representante de los Obligacionistas, la LMV determina que no puede ser designado como tal el emisor, la entidad estructuradora, ni cualquier persona con la que éstos tengan vinculación. Dicha prohibición de vinculación tiene como finalidad evitar los conflictos de interés en el desempeño de las funciones del Representante de los Obligacionistas evitando el riesgo que éste pueda adoptar una decisión en beneficio propio, por encima del interés de los obligacionistas, en especial en un escenario de incumplimiento o respecto de las responsabilidades que eventualmente podrían corresponder.

Sobre el particular, por parte del emisor y sus vinculados, el conflicto de interés radica en la contradicción de imputar responsabilidad a sí mismo por el debido cumplimiento de las obligaciones; mientras que por parte del estructurador y sus vinculados, el conflicto se deriva de la responsabilidad solidaria que tiene con el emisor en la revelación de información, así como en la responsabilidad de haber asesorado financieramente al emisor para la realización de la emisión.

Cabe resaltar que hasta el 25 de junio de 2011, antes de la entrada en vigencia de la Ley de Fortalecimiento del Mercado de Valores, Ley No. 29720, la prohibición era aplicable únicamente para el emisor y no para el estructurador. Durante ese periodo, la práctica común en las emisiones de instrumentos de deuda era que el estructurador fungía de Representante de los Obligacionistas de las mismas.

A modo de anécdota, al poco tiempo de publicada la modificación normativa, ante la imprecisión de la aplicación de la norma en el tiempo, los Representantes de los Obligacionistas de

muchas emisiones renunciaron; no obstante, la interpretación de la SMV consistió en que dicha disposición era de aplicación para las nuevas emisiones, con independencia si sus programas correspondientes hayan sido inscritos con anterioridad a la entrada en vigencia de la ley.

4. Funciones del Representante de los Obligacionistas

De acuerdo a lo explicado precedentemente, el Representante de los Obligacionistas es el intermediario entre la sociedad emisora y el Sindicato de los Obligacionistas. En dicho marco, tanto la LGS como la LMV y los distintos reglamentos de la SMV le asignan responsabilidades ineludibles, según se detallará en la presente sección.

Sobre el particular, las funciones del Representante de los Obligacionistas se derivan del mandato de representación legal y gestión del Sindicato. Sobre el particular, el artículo 325 de la LGS y el artículo 92 de la LMV asignan al Representante de los Obligacionistas facultades, derechos y responsabilidades específicas, las mismas que pueden ser clasificadas de la siguiente manera:

- (i) Facultades generales relativas a la gestión y representación del Sindicato de los Obligacionistas: en virtud de las normas referidas, el Representante de los Obligacionistas es la persona quien preside las asambleas de los obligacionistas y ejerce la representación legal del Sindicato frente a terceros. Asimismo, dicha representación confiere al Representante de los Obligacionistas la facultad procesal para iniciar y proseguir las pretensiones judiciales y extrajudiciales, en especial las que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudados, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y la práctica de actos conservatorios.
- (ii) Facultades relativas a la relación política del Sindicato con la sociedad emisora: La emisión de obligaciones genera al emisor y el Sindicato de los Obligacionistas una relación política respecto de la administración de la sociedad, en la medida que los obligacionistas tienen interés que sus obligaciones sean satisfechas en las condiciones pactadas, de manera distinta al interés de un accionista. En ese sentido, el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de asistir con voz pero sin voto a las juntas generales de accionistas de la emisora, a efectos de proteger los intereses de los obligacionistas. Asimismo, en caso se prevea la participación del Sindicato en el órgano de administración del Emisor, el Representante de los Obligacionistas se encuentra facultado a realizar tal designación.

(iii) Facultades relativas al cumplimiento de las obligaciones del emisor con los obligacionistas: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de verificar que el emisor cumpla con las obligaciones establecidas en el Contrato de Emisión, así como velar para que este cumpla con otorgar un trato equitativo a los inversionistas.

Consecuentemente, el Representante de los Obligacionistas cuenta con las facultades específicas para intervenir en los sorteos que se celebren en relación con los títulos; verificar que las garantías de la emisión hayan sido debidamente constituidas, comprobando la existencia y el valor de los bienes afectados, vigilar el pago de los intereses y del principal y, en general, cautelar los derechos de los obligacionistas.

Sin perjuicio de las facultades anteriormente reseñadas, pese a no estar consignada expresamente en la LGS y la LMV, la principal facultad del Representante de los Obligacionistas es la de declarar, en el plazo más breve posible, el evento de incumplimiento por parte del emisor respecto del no pago del principal y/o sus intereses conforme a lo establecido en el Contrato de Emisión ante un evento de suspensión de pagos (“*default*”). Cabe resaltar que en dicha situación, se aprecia la importancia de las funciones del Representante de los Obligacionistas, puesto que es la única persona facultada a realizar todas las acciones y procedimientos a efectos de proteger el interés principal de los obligacionistas de manera colectiva.

Sobre el particular, la SMV considera que dicho evento, al involucrar de manera inmediata el interés principal de los obligacionistas, es el que merece mayor tutela. Consecuentemente, tienen criterios que deben ser consignados en el Contrato de Emisión a efectos que no existan inconvenientes para la declaración del mismo, ante una situación de *default*. Entre dichos criterios, se encuentran: el momento de configuración del evento de incumplimiento, el mismo que debe ser en su misma ocurrencia; la celeridad en que debe realizarse la asamblea de obligacionistas ante un *default*, cuya convocatoria debe realizarse considerando los plazos mínimos establecidos en la normativa, entre otros.

Adicionalmente a dichas funciones, en el ámbito del Mercado de Valores, el Representante de los Obligacionistas tiene las obligaciones establecidas

en los literales g)⁷ y h)⁸ del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV No. 141-1998-EF/94.10 (“ROPP”) las mismas que consisten en presentar a la SMV, de forma trimestral, un informe respecto al cumplimiento de las condiciones de la emisión conforme al formato contenido en el literal G del Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución de Gerencia General No. 211-98-EF/94.1.1 (“MOPP”), así como la remisión de información en caso existan modificaciones a las condiciones de la emisión.

Sin perjuicio de lo anteriormente reseñado, de acuerdo al artículo 92 de la LMV, cualquier limitación a las funciones del Representante de Obligacionistas o a su responsabilidad frente a los obligacionistas es nula. En ese sentido, no cabe pactar exenciones de responsabilidad en desmedro de los obligacionistas, más aún cuando las obligaciones inherentes al representante de obligacionistas se encuentran directamente vinculadas a su deber de diligencia.

De esa manera, teniendo en consideración que el ámbito de actuación del Representante de Obligacionistas es, en muchos casos, de índole casuístico, sus atribuciones deben ser discrecionales, sin que deban estar taxativamente señaladas en las normas aplicables ni en los documentos que regulan la emisión de instrumento de deuda. Por dicho motivo, en los trámites de inscripción de valores -que representan obligaciones- a ser emitidos por oferta pública, la SMV suele solicitar que se precise dicho aspecto en los contratos de emisión a efectos de evitar cualquier tipo de restricción a la responsabilidad del Representante de los Obligacionistas, a efectos de evitar cualquier duda en la interpretación del artículo 92 de la LMV en un supuesto de incumplimiento.

5. Responsabilidad del Representante de los Obligacionistas

El artículo 92 de la LMV señala que el Representante de los Obligacionistas debe actuar en el ejercicio de sus funciones con la diligencia de un ordenado comerciante, cuidando de los intereses de los obligacionistas como de los propios. Dicho estándar –similar al conferido a los directores según el artículo 171 de la LGS– corresponde a un requerimiento de diligencia ordinaria de acuerdo

7 Literal g) del artículo 24 del ROPP: “Informe respecto al cumplimiento de las condiciones de la emisión o venta, preparado de acuerdo a lo que disponga la Gerencia General de CONASEV, contado a partir del inicio de la etapa de colocación y durante el tiempo en que el valor se encuentra inscrito en el Registro, dentro de los cinco días siguientes a la presentación de los estados financieros intermedios a CONASEV por parte del emisor. Se exceptúa de este requerimiento a las ofertas relativas a instrumentos de corto plazo de entidades calificadas.”

8 Literal h) del artículo 24 del ROPP: “De ser el caso, modificaciones de las condiciones de la emisión o venta, dentro de los tres (3) días siguientes de acordada, y la correspondiente copia de los instrumentos legales en virtud de los cuales se modifican tales condiciones, debidamente formalizados, cuando sea requerida dicha formalización, dentro de los quince (15) días de otorgados o formalizados.”

a las características del Representante de los Obligacionistas, considerando que es un sujeto calificado por la normativa para participar como tal en el ámbito del Mercado de Valores.

Según nuestro ordenamiento, la diligencia ordinaria constituye contraparte de la culpa leve. Sobre el particular, el artículo 1320 establece que “actúa con culpa leve quien omite aquella diligencia ordinaria exigida por la naturaleza de la obligación y que corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar”. Consecuentemente, para que el Representante de los Obligacionistas incurra en responsabilidad no es necesario un comportamiento doloso ni mala fe, bastando la falta de diligencia ordinaria⁹.

Sin perjuicio de la responsabilidad contractual, la responsabilidad administrativa en el ámbito del Mercado de Valores se encuentra consagrada en el Título XIII “De las Sanciones” de la LMV, así como en el “Reglamento de Sanciones por infracciones a las leyes del Mercado de Valores, de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, de Bolsa de Productos, de Empresas Administradoras de Fondos Colectivos, así como a sus Normas Reglamentarias”, como norma reglamentaria de desarrollo, aprobado por Resolución CONASEV No. 055-2001-EF/94.10 (el “Reglamento de Sanciones”).

Es de resaltar que la responsabilidad administrativa del Representante de los Obligacionistas se deriva del interés público que existe en el cumplimiento de sus funciones, las cuales implican que existe un adecuado control en que el emisor viene cumpliendo debidamente sus obligaciones en el marco del Contrato de emisión de instrumentos de deuda. De esa manera, pese que el regulador no ejerce supervisión directa respecto del emisor (por no ser materia del ámbito de supervisión del Mercado de Valores) ni puede adoptar acciones frente a un incumplimiento, tiene conocimiento que el representante de los obligacionistas viene desempeñando debidamente sus funciones, las mismas que implican la protección a los intereses de los inversionistas.

Sobre el particular, el Anexo III, literal b), numeral 1.1, del Reglamento de Sanciones, señala que el incumplimiento por parte del representante de los obligacionistas de las funciones que le asigne la normativa, el contrato de emisión o la asamblea de obligacionistas o el no actuar en el ejercicio de sus funciones con la diligencia de un ordenado comerciante, constituye infracción muy grave. Al

respecto, de acuerdo a la LMV, las infracciones muy graves son sancionadas con multa entre cincuenta (50) y setecientos (700) Unidades Impositivas Tributarias.

Cabe señalar que el numeral 5 del artículo 42 del Reglamento de Organización y Funciones de la SMV establece que la Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados de la SMV es el órgano encargado de ejecutar las competencias relacionadas a las acciones de supervisión, control y sanción que la LMV, LGS, los respectivos reglamentos o cualquier otra norma, asignen a la SMV en materias relacionadas con los emisores que cuenten con valores inscritos en el RPMV, los Representantes de Obligacionistas y demás participantes en la oferta pública.

6. Designación, ratificación y cambio del Representante de los Obligacionistas

Toda vez que la designación del Representante de los Obligacionistas es un requisito para la emisión de obligaciones, éste es designado por el Emisor, y juntos suscriben la escritura pública de emisión de obligaciones, conforme al artículo 108 de la LGS.

No obstante, en la medida que el Representante de los Obligacionistas realiza un encargo de representación del Sindicato de los Obligacionistas, en cuanto quede suscrito el cincuenta por ciento (50%) de la emisión, el Sindicato debe ratificar la gestión del Representante de los Obligacionistas, o en todo caso, designar a un sustituto, de acuerdo al artículo 320 de la LGS.

Cabe señalar que el Representante de los Obligacionistas puede ser cambiado en tres momentos: (i) antes de la constitución del Sindicato de los Obligacionistas; (ii) con la primera asamblea de obligacionistas convocada conforme con lo dispuesto por el artículo 320 de la LGS; (iii) con posterioridad a la primera asamblea antes referida, por causal de remoción o renuncia, según se expone a continuación:

- (i) Respecto al primer supuesto, en caso se cambie de Representante de los Obligacionistas antes de la constitución del sindicato, dicha modificación puede ser efectuada por el propio emisor. En dicho caso, la referida modificación implica una variación en el nivel de riesgo de los valores, por lo que se considera como variación fundamental conforme el artículo 29 del ROPP¹⁰ y el literal L del MOPP¹¹.
- (ii) Respecto al segundo supuesto, en la primera

9 Sobre el particular, Osterling y Castillo señalan: “En la culpa leve, a diferencia del dolo, no hay intención de incumplir, no hay mala fe de parte del deudor. Y, a diferencia de la culpa inexcusable, no hay negligencia grave, sino tan sólo la falta de diligencia ordinaria.” (Osterling, Felipe y Castillo, Mario. Compendio de Derecho de Las Obligaciones. Lima, Palestra, 2008, p. 825)

10 Artículo 29 del ROPP: “Constituyen variaciones fundamentales, los cambios en las condiciones de la oferta o del programa que puedan implicar una variación en el nivel de riesgo de los valores previamente inscritos, de manera tal que puedan modificar la decisión de

Asamblea, los titulares de los valores pueden optar por ratificar o cambiar al Representante de los Obligacionistas a su sola discreción, sin necesidad de contar con justificación alguna.

- (iii) Respecto al tercer supuesto, el cambio del Representante de los Obligacionistas puede darse por su renuncia o por la remoción aprobada por la Asamblea de Obligacionistas. Respecto a la renuncia, se debe seguir el procedimiento que por lo general se establecen en los Contratos de Emisión, el mismo que implica la publicación de la renuncia por parte del Representante de los Obligacionistas, y con ello, la convocatoria a Asamblea para la aceptación de dicho acto y la designación del sustituto.

De otro lado, respecto a la remoción, en los Contratos de Emisión suelen consignarse como causales el incumplimiento de las funciones del Representante de los Obligacionistas y el acuerdo de la propia Asamblea de Obligacionistas.

Del mismo modo, en la medida que toda emisión debe tener un Representante de los Obligacionistas, el artículo 92 de la LMV dispone que éste no pueda apartarse de su encargo hasta que se designe a su sustituto, salvo que la Asamblea de Obligacionistas lo exonere de dicha obligación.

7. El Representante General de los Obligacionistas en los programas de emisión de deuda

Conforme a lo dispuesto en los artículos 13 y 14 del ROPP, las emisiones de deuda pueden realizarse mediante trámite general o trámite anticipado. Por el trámite general, el emisor solicita la inscripción de los valores en el Registro Público del Mercado de Valores ("RPMV") por cada emisión que vaya a realizar. De otro lado, el trámite anticipado, el cual consiste en la aprobación de un programa de emisión que contiene información marco respecto de los valores que serían emitidos, la misma que, al ser complementada con la información específica de cada emisión -cada una con sus características propias-, permite la inscripción de los valores de distintas emisiones que el emisor vaya a realizar dentro del plazo de vigencia del programa.

Sobre el particular, es importante resaltar que un programa de emisión, cuenta con una "Asamblea General", la misma que reúne a los titulares de todas las emisiones que se realicen en su marco, así como cuenta con distintas "Asambleas Especiales" por cada emisión que se realice en el marco de dicho programa, las mismas que reúnen a los titulares de cada emisión específica. Consecuentemente, existe un "Representante General de los Obligacionistas" para la Asamblea General, mientras que un "Representante de los Obligacionistas" (en sentido estricto) para cada Asamblea Especial de cada emisión.

Se debe tener en consideración que existen determinados eventos de incumplimiento que resultan particularmente relevantes para emisiones específicas y no así para todas las emisiones correspondientes a un programa. Consecuentemente, de conformidad con los artículos 132¹² y 324¹³ de la LGS, aquellos eventos de incumplimiento que afecten a una emisión en particular deberán ser discutidos en Asamblea Especial en forma previa a que se sometan a un acuerdo de Asamblea General. Cabe resaltar que en tanto la inobservancia de lo antes señalado podría generar conflictos de interés entre los obligacionistas de una emisión particular y los demás obligacionistas del programa, los Contratos de emisión contemplan la posibilidad de que ante dichos eventos de incumplimiento sea posible convocar a asambleas especiales.

Respecto a la designación del Representante General de los Obligacionistas, éste es designado por el emisor en el Contrato Marco; mientras que la designación del Representante de los Obligacionistas de cada emisión la efectúa el emisor en cada contrato complementario y son ratificados por la Asamblea Especial conforme a lo dispuesto en el artículo 320 de la LGS. Las emisiones de distintos programas pueden tener distintos Representantes de los Obligacionistas, según la designación que efectúe cada Asamblea. De otro lado, el Representante General de los Obligacionistas es, por lo general, el Representante de los Obligacionistas de una emisión en específica que tenga el mayor valor emitido.

8. Retribución del Representante de Obligacionistas

En la medida que el emisor está obligado a contar con un Representante de los Obligacionistas en

inversión de un inversionista sensato. (...) La Gerencia General de CONASEV incluirá en el manual a que se refiere el artículo 7, un listado no taxativo de las variaciones a que se refiere el presente artículo."

11 Literal L del MOPP: "I. Variaciones Fundamentales: A. Las variaciones fundamentales con plazo de evaluación de hasta veinte (20) días con silencio administrativo positivo, corresponden a las modificaciones en las condiciones de la oferta o del programa, señaladas a continuación: (...) 3. Representante de los obligacionistas, cuando dicha variación no haya sido aprobada por los tenedores de los valores, de ser aplicable."

12 Artículo 132 de la LGS: "Cuando existan diversas clases de acciones, los acuerdos de la junta general que afecten los derechos particulares de cualquiera de ellas deben ser aprobados en sesión separada por la junta especial de accionistas de la clase afectada."

13 Artículo 324 de la LGS: "Son aplicables a la asamblea de obligacionistas, en cuanto sean pertinentes, las disposiciones previstas en esta ley relativas a la junta general de accionistas."

toda emisión, éste será siempre el que asuma el pago de la comisión correspondiente. Cabe resaltar que la retribución del Representante de los Obligacionistas suele estar estipulada en un documento aparte del contrato de emisión.

De acuerdo a lo señalado en el artículo 319 de la LGS, los gastos normales derivados del sostenimiento del Sindicato poseen como único límite el no exceder el equivalente al dos por ciento (2%) anual de los intereses generados por las obligaciones, pudiendo incluso establecerse un límite superior, en caso lo considere pertinente el emisor, con lo que se evita que se establezcan condiciones que puedan perjudicar el interés de los obligacionistas. Así, no resultará válido el someter tales gastos a la aprobación previa del emisor, o destinar menos recursos que aquellos contemplados en la norma referida.

En el supuesto de renuncia, teniendo en consideración el límite señalado en el artículo 319 de la LGS y siguiendo la lógica señalada anteriormente, la renuncia no perjudica la obligación del emisor de mantener un Representante de los Obligacionistas, por lo que tiene la obligación de pagar el íntegro de la retribución del Representante de los Obligacionistas independientemente la retribución sea mayor con relación al anterior, pues ello constituye un gasto normal del sostenimiento del sindicato.

Por otra parte, en el supuesto de remoción del Representante de Obligacionistas, a diferencia del supuesto de renuncia, según lo establecido por el numeral 3 del artículo 322 de la LGS¹⁴, se podrán determinar condiciones distintas respecto de su retribución, únicamente referentes al diferencial que pueda haber con relación a un monto diferente que cobre el nuevo Representante de Obligaciones elegido con respecto al anterior, el cual podrá ser asumido por la Asamblea.

9. Excepciones a la designación de los Representantes de los Obligacionistas

Respecto a la obligación de contar con un Representante de los Obligacionistas, el artículo 87 de la LMV señala que toda emisión de bonos, incluidos los de arrendamiento financiero, requiere de la designación de un Representante de los Obligacionistas, excepto cuando las emisiones se encuentren dirigidas a inversionistas institucionales bajo las condiciones que la SMV establezca.

Consecuentemente, las emisiones de oferta pública que se efectúen a inversionistas institucionales en el marco de lo dispuesto por el artículo 1 de la Ley No. 30050 y el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales aprobado por Resolución SMV No. 021-2013-01/SMV se encuentran exoneradas de contar con un Representante de los Obligacionistas, en la medida que la normativa considera que los conocimientos y experiencia de un inversionista institucional, así como su capacidad de negociación, le permiten tutelar sus intereses por sí mismo.

De otro lado, el numeral 1 del artículo 4 de la Resolución que aprueba el ROPP, exceptúa de la necesidad de contar con un Representante de Obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones para emisiones de instrumentos de corto plazo por oferta pública, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas a que se refiere el primer párrafo del artículo 321 de la LGS. Sin embargo, el derecho de los obligacionistas de designar a su Representante en caso lo consideren pertinente.

Por otra parte, el numeral 5 del artículo 4 de la Resolución que aprueba el ROPP señala que podrá establecerse que a partir de la emisión no se constituya un Sindicato de los Obligacionistas para emisiones de instrumentos de corto plazo por oferta pública. En tal supuesto, no serán aplicables las disposiciones de la LGS que resulten incompatibles con la cláusula que establece tal situación, con lo que los titulares no adoptaran decisiones como órgano colegiado que resulten vinculantes para todos. Asimismo, en caso no se constituya el Sindicato de los Obligacionistas en virtud a dicha disposición, no corresponderá la participación del Representante de Obligacionistas en tanto no existe el Sindicato al cual éste representa.

Consecuentemente, en emisiones de instrumentos de corto plazo por oferta pública, es posible tener emisiones con Sindicato sin Representante de los Obligacionistas, así como emisiones sin Sindicato ni Representante de los Obligacionistas, mas no contar una emisión con Representante de los Obligacionistas sin sindicato.

10. El Representante de los Obligacionistas en las emisiones por oferta privada

Conforme de oferta pública, en tanto ésta implica la emisión de valores mobiliarios¹⁵ los mismos que

14 Numeral 3 del artículo 322 de la LGS: "La asamblea de obligacionistas, debidamente convocada, tiene las siguientes facultades: (...) 3. Remover al Representante de los Obligacionistas y nombrar a su sustituto, corriendo en este caso con los gastos que origine la decisión."

15 Artículo 3 de la LMV: "Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor. (...)"

tienen la característica de masividad¹⁶, implica una pluralidad de titulares de valores mobiliarios. Al contrario, una emisión de obligaciones mediante oferta privada no implica masividad, sino lo opuesto.

No obstante, la LGS exige la designación del Representante de los Obligacionistas como requisito previo a la emisión de obligaciones para todo tipo de emisiones, sean efectuadas mediante oferta pública o privada, corto o largo plazo, aun así la emisión de obligaciones mediante oferta privada no tenga la característica de masividad de obligacionistas que deban adoptar decisiones en una asamblea. Dicha normativa resulta contradictoria con la finalidad de la designación del Representante de los Obligacionistas, la misma que implica la existencia de una asamblea de obligacionistas que debe adoptar decisiones de manera masiva, elevando los costos que implican un acto de emisión de obligaciones.

Del mismo modo, respecto a las ofertas que se realicen de manera exclusiva a inversionistas institucionales que son excluidas del ámbito de oferta pública, se tiene en consideración que la tutela del Representante de los Obligacionistas no es necesaria para ellos, siempre que se trate de valores mobiliarios, por lo que la LMV y el Reglamento de Inversionistas Institucionales señala que en dichos casos la designación de un Representante de los Obligacionistas es facultativa. No obstante, en caso se realice una oferta dirigida a personas con las mismas características y que no implica la emisión de valores mobiliarios –por lo que se encuentra excluida del ámbito del Mercado de Valores-, ésta requerirá de un Representante de los Obligacionistas conforme la LGS. Dicha

regulación resulta contradictoria, pues requiere imperativamente un Representante de los Obligacionistas cuando no existe masividad para proteger los intereses de personas que la norma califica que no requieren tutela (los inversionistas institucionales), exonerando de dicha situación cuando sí existe masividad.

De esa manera, en el ámbito de emisión de obligaciones por oferta privada, muchas veces el Representante de los Obligacionistas es una figura que se consigna para cumplir con las normas de la LGS, más que para tutelar –de manera organizada– los intereses de una pluralidad de titulares de obligaciones. Cabe precisar que en el supuesto que no exista masividad, una sociedad para requerir financiamiento optaría por otra figura, tal como un mutuo, un préstamo u otro tipo de financiamiento, por resultar figuras menos onerosas y más sencillas en sus procedimientos.

Finalmente, en la medida que el fundamento de la existencia del Representante de los Obligacionistas es la masividad de obligacionistas, cuyos derechos se encuentran representados en valores mobiliarios, corresponde que la figura del Representante de los Obligacionistas, el Sindicato y la Asamblea sean materia de regulación de las normas del Mercado de Valores. No obstante, el carácter de masividad ni la necesidad de protección no resta la naturaleza societaria al acto de emisión de obligaciones, por lo que éste corresponde al ámbito de la regulación societaria. Con ello, de determinarse su regulación en el ámbito que corresponde, se evitaría la duplicidad de regulación de dicha figura, evitando las contradicciones normativas reseñadas. 

16 Respecto a la masividad, el literal b) del artículo 4 del ROPP señala: “Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste. La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva.”