

# REFLEXIONES SOBRE EL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS

Ivo S. Gagliuffi Piercechi\*

## I. UNA NECESARIA INTRODUCCIÓN A LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

### 1. Algunos conceptos básicos

El representante de los Obligacionistas se constituye como una figura esencialmente vinculada con el Derecho Comercial, toda vez que se desenvuelve dentro de la emisión de obligaciones, operación que pueden efectuar tanto las sociedades comerciales como las civiles reguladas por la Ley 26887, nueva Ley General de Sociedades (en adelante, la NLGS); sin embargo, esta particular figura también es objeto de regulación por parte del Derecho del Mercado de Valores, en tanto actúa como participante de dicho mercado en una oferta pública de valores y, en tal sentido, se registrará, fundamentalmente, por las disposiciones establecidas en el Decreto Legislativo 861, nueva Ley del Mercado de Valores (en adelante, la NLMV), así como por la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10 (en adelante, la Resolución 141), mediante la cual se aprobó el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (en adelante, el Reglamento).<sup>1</sup>

A efectos de comprender debidamente el tema materia del presente artículo, resulta indispensable realizar un planteamiento previo sobre la emisión de obligaciones, para luego analizar detenidamente la figura del Representante de los Obligacionistas, en virtud a los puntos que se exponen a continuación.

*En el presente artículo el autor trata un tema específico dentro del gran ámbito del Derecho Mercantil: la figura del representante de los obligacionistas. Así, luego de una breve introducción en el área de las obligaciones, y delimitación de conceptos afines, el autor entra directamente a tocar la figura en cuestión: su naturaleza jurídica, la definición del concepto, los requisitos formales, las características del ejercicio del cargo, los límites de su actuación, su responsabilidad, y posibles excepciones a su intención.*

\* Abogado Catedrático de la Universidad de Lima.

<sup>1</sup> Conviene señalar el orden cronológico de entrada en vigencia de las normas citadas. La NLMV comenzó a regir desde el 06 de diciembre de 1996, en virtud a lo dispuesto por su Vigésima Disposición Final. La NLGS, por su parte, entró en vigencia a partir del 1 de enero de 1998, de conformidad con su Octava Disposición Final. La Resolución 141 rigió desde el 22 de octubre de 1998, con excepción de sus artículos 2, 3 y 4, de especial importancia respecto del presente tema, los cuales entraron en vigencia con fecha 1 de enero de 1999, todo ello según lo establecido por el artículo 8. Del mismo modo, el Reglamento comenzó a regir desde el 1 de enero de 1999, salvo el segundo párrafo del artículo 18, de acuerdo con la Primera Disposición Transitoria. Finalmente, cabe señalar que a través de la Resolución 141 se aprobó también el Reglamento para la Preparación y Presentación de Memorias Anuales y Reportes Trimestrales.

El financiamiento económico es el problema más representativo que deben enfrentar constantemente las sociedades en general, a efectos de conseguir los fines establecidos en su objeto social, materializar proyectos de dimensiones diversas, posicionarse de determinados sectores del mercado, entre otras necesidades que, en caso de ser cubiertas, les permitirán sortear una eventual salida de dicho mercado, mantenerse competitivas o incrementar la capacidad de sus operaciones, expandiéndose, posibilidades que dependerán, naturalmente, de sus expectativas.

En tal sentido, Broseta Pont sostiene que una sociedad puede obtener tal financiación "directamente de sus medios patrimoniales propios (aportaciones iniciales, reservas y beneficios), de sus accionistas o de terceros, aumentando su capital y atribuyendo el importe de sus nuevas acciones a la financiación deseada y, finalmente, puede conseguirla también recurriendo al crédito ajeno."<sup>2</sup>

En caso que la sociedad opte por esta última alternativa, entonces, se presentará una nueva disyuntiva consistente en decidir si se recurre al mercado de intermediación indirecta o al mercado de intermediación directa.

Como se sabe, en el mercado de intermediación indirecta la participación de un intermediario (principalmente una empresa bancaria) eleva los costos del financiamiento, en razón que éste capta los recursos excedentes de los agentes superavitarios pagando por ellos una tasa pasiva, y los coloca como préstamo entre los agentes deficitarios, cobrándoles por tal servicio una tasa activa que supera de manera porcentual a la anterior, generándose el *spread* respectivo, esto es, en términos generales, la ganancia del intermediario por una operación de diferencia de tasas de interés. La sociedad, en su calidad de agente deficitario dentro de este mercado de intermediación, se ve obligada a pagar un elevado interés por los recursos prestados y, generalmente, a constituir garantías a tal efecto, siendo una desventaja adicional los plazos otorgados por el intermediario para cumplir con la devolución de la totalidad del préstamo.

En cambio, en el mercado de intermediación directa se prescinde del intermediario para la obtención de los recursos, vinculándose la sociedad (agente deficitario) directamente con el público que posea excedentes (agentes superavitarios) y reduciendo, en consecuencia, los costos que supone la intermediación indirecta. Esta vinculación puede lograrse, principalmente, me-

dante una emisión de obligaciones por parte de la sociedad.

De este modo, la emisión de obligaciones (artículo 304 y ss de la NLGS) se entiende como un mecanismo de financiamiento y, en algunos casos, de refinanciamiento, en razón de que consiste en una operación que se origina en el reconocimiento o en la creación por la sociedad de una deuda, la misma que será representada mediante títulos, certificados, anotaciones en cuenta u otras modalidades permitidas por la ley (instrumentos representativos de deuda) a favor de los acreedores titulares de los mismos (obligacionistas), debiendo emitirse, colocarse, negociarse, amortizarse y cancelarse tales derechos en cumplimiento de las disposiciones legales pertinentes, así como de conformidad con los acuerdos propios de cada emisión.

Según Garrigues, la emisión de obligaciones "(...) significa (...) la oferta de un contrato de préstamo que el futuro prestamista (obligacionista) acepta mediante la firma del boletín de suscripción; pero lo característico de la operación no es el contenido del contrato (préstamo mutuo) sino la forma de su documentación: el crédito del prestamista a la devolución del préstamo se incorpora a un título—la obligación—que es transmisible sin necesidad del consentimiento del deudor."<sup>3</sup>

Una emisión de obligaciones, a su vez, puede efectuarse mediante una oferta pública o a través de una oferta privada.

La emisión será considerada como oferta pública de valores mobiliarios cuando consista en una invitación o manifestación de voluntad, adecuadamente difundida a través de cualquier medio que resulte idóneo para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario, dirigida por una o más personas naturales o jurídicas, directamente o por medio de terceros, al público en general o a determinados segmentos de éste, a efectos de realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios, debiendo poseer éste la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente (artículos 4 de la NLMV y 6 del Reglamento).

Por el contrario, la oferta privada de valores mobiliarios será aquella que por sus características no se encuentre comprendida dentro de los alcances de la definición expuesta en el párrafo precedente, la misma que está delineada en los artículos pertinentes. Asimismo, siempre que no se utilicen medios masivos

<sup>2</sup> BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". Editorial Tecnos Madrid, 1986. p. 284.

<sup>3</sup> GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil" (Tomo II). Editorial Temis. Bogotá, 1987. p. 225.

de difusión, será considerada oferta privada aquella dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales o aquella que esté integrada por valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a una suma determinada por la ley (artículo 5 de la NLMV).

Ahora bien, en cuanto a las obligaciones emitidas por una sociedad, no existe una definición expresa en la normatividad pertinente, posición que es entendible debido a la inmensa cantidad de alternativas y elementos particulares que pueden adoptar éstas. No obstante, al recurrir a la doctrina, ésta reconoce una serie de características que permiten identificarlas.

En efecto, tal como sostiene Uría, "(...) la obligación puede ser considerada en dos aspectos distintos: como parte alícuota de un crédito contra la sociedad emisora y como valor mobiliario representativo de esa parte del crédito(...)", concluyendo que "(...) la obligación siempre es expresión de un crédito." En tal sentido, el mismo tratadista atribuye a las obligaciones los siguientes caracteres: "(...) a) son valores emitidos en serie numerada; la emisión en serie significa lanzar al mercado una pluralidad de títulos iguales que representen partes o fracciones alícuotas de un crédito colectivo; b) son valores negociables, nacidos para circular y transmitirse libremente; c) tienen fuerza ejecutiva."<sup>4</sup>

Por su parte, Lazo y De Romaña señalan que las obligaciones poseen una doble condición: como activos financieros, representando un derecho a recibir dinero a futuro, y como valores mobiliarios, constituyéndose en instrumentos fungibles, de negociación fluida y que otorgan seguridad a efectos de su liquidación en mercados secundarios, razones por las cuales su atractivo para los inversionistas aumenta constantemente.<sup>5</sup>

Elías define a las obligaciones como "(...) derechos de participación en un crédito, emitidas masivamente como consecuencia de un contrato de emisión que les da origen, susceptibles de ser representadas por títulos, anotaciones en cuenta u otros métodos, que otorgan a su titular un *status* especial de obligacionista, además del derecho al reembolso del principal y de los intereses, primas y reajustes que correspondan según el contrato de emisión."<sup>6</sup>

Si bien la ley no define expresamente a las obligaciones, tal como lo hemos señalado líneas arriba, existen

diversas disposiciones que nos permiten apreciar el régimen que les es aplicable.

Cuando las obligaciones sean emitidas mediante oferta pública, entonces se registrarán obligatoriamente por la NLMV, la Resolución 141 y el Reglamento, así como por la NLGS. En cambio, cuando se efectúe dicha emisión a través de una oferta privada, se registrará necesariamente sólo por la NLGS, pudiendo adoptar facultativamente la sociedad emisora diversas disposiciones de las demás normas citadas, salvo que las obligaciones sean inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, el RPMV) administrado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante, la CONASEV) (artículo 17, segundo párrafo, de la NLMV).

Siguiendo este orden de ideas, si se trata de una oferta pública de obligaciones, éstas serán consideradas como valores mobiliarios. La NLMV (artículo 3 y 80 siguientes) y el Reglamento (artículo 5) establecen que son valores mobiliarios aquellos derechos incorporados en títulos, registrados mediante anotaciones en cuenta o sujetos a un régimen de transmisión establecido por la CONASEV para facilitar su enajenación a terceros, que confieran a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor (derechos de contenido patrimonial), y que sean emitidos masivamente, es decir, de manera simultánea o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, en base a un número de valores, homogéneos o no entre sí, que hagan posible su posterior distribución entre el público o un segmento de éste, debiendo ser libremente transferibles o negociables, sin limitación alguna.

Por otra parte, un tema de interés particular lo constituye la clase de valores que pueden emitirse con arreglo a las normas establecidas para la emisión de obligaciones por la NLGS. Conviene partir de la excepción para intentar comprender este punto. La NLMV prescribe que no se aplican las disposiciones sobre emisión de obligaciones contempladas en la NLGS a las letras de cambio y pagarés, emitidos y colocados mediante oferta pública o privada, cualquiera sea su plazo (artículo 82 de la NLMV).

En consecuencia, la NLMV restringe el ámbito de aplicación de la emisión de obligaciones de la NLGS

<sup>4</sup> URÍA, Rodrigo. "Derecho Mercantil." Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Madrid, 1994. pp. 522- 524.

<sup>5</sup> LAZO, Jorge y DE ROMAÑA, Fátima. "Reflexiones sobre la emisión de obligaciones". En: Revista De Iure. N 1. Lima, 1999. p. 134.

<sup>6</sup> ELÍAS, Enrique. "La Ley General de Sociedades comentada". Editora Normas Legales Trujillo, 1998. p. 609.

no sólo respecto de la oferta pública sino también en cuanto a la oferta privada. Sin embargo, *contrariu sensu*, la emisión de cualquier otro valor representativo de deuda se registrará, fundamental o supletoriamente, por la emisión de obligaciones contemplada en la NLGS, ya sea por oferta pública o privada.

Ahora bien, la NLMV establece otras reglas que son imperativas cuando se trate de una emisión por oferta pública. En efecto, la emisión de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año sólo puede efectuarse mediante bonos (artículo 86 de la NLMV). No obstante, pueden desprenderse dos conclusiones: la primera, que también pueden emitirse bonos a plazo no mayor a un año, ya sea por oferta pública o privada; la segunda, que pueden emitirse valores representativos de deuda a plazo mayor a un año distintos a los bonos, siempre que no se trate de una oferta pública.

Del mismo modo, la NLMV señala que pueden utilizarse como valores representativos de deuda a plazos no mayores a un año, (instrumentos de corto plazo), a los pagarés, letras de cambio u otros que determine la CONASEV (artículo 98 de la NLMV). En este punto debemos realizar diversas precisiones.

Tal como hemos manifestado anteriormente, la emisión de obligaciones regulada en la NLGS no se aplica a los pagarés y letras de cambio, de conformidad con lo dispuesto expresamente por la NLMV. Respecto a los denominados otros valores representativos de deuda, la prohibición no es aplicable, pero se otorga la facultad a la CONASEV de establecer las características particulares de éstos, así como de exceptuarlos de los requisitos previstos en la NLGS u otras normas (artículo 98 de la NLMV).

En mérito a las atribuciones conferidas por ley, la CONASEV ha determinado mediante la Resolución 141 que pueden utilizarse como instrumentos de corto plazo (es decir, otros valores representativos de deuda distintos a las letras de cambio y los pagarés), las obligaciones a que se refiere la NLGS, exceptuando a estos valores de diversos requisitos, entre ellos el de contar con un Representante de los Obligacionistas, como se analizará más adelante (artículo 4 de la Resolución 141).

De acuerdo a esta disposición resulta factible concluir que pueden emitirse bonos a plazo no mayor a un año que gocen de las mencionadas excepciones en relación con la NLGS, toda vez que no existe prohibición legal alguna, sino que, por el contrario, las disposiciones contenidas en la NLMV y en la Resolución 141 así lo permiten.

## 2. ACERCA DE LA OPERACIÓN DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Una vez planteados los conceptos básicos relacionados con la operación de emisión de obligaciones conviene revisar, en líneas generales, las disposiciones que la regulan.

### 2.1. Del acuerdo de emisión

Como consecuencia de la importancia de esta operación, la ley otorga al máximo órgano de la sociedad, la Junta de Accionistas o de Socios, según sea el caso, la decisión de efectuar una emisión o un programa de emisiones de obligaciones (artículo 304 de la NLGS), pudiendo delegar en el Directorio, o a falta de este órgano, en el administrador de la sociedad, todas las demás decisiones, así como la ejecución del proceso respectivo (artículo 312 de la NLGS).

Si la sociedad acuerda realizar una emisión, ésta puede realizarse en una o más etapas o encontrarse conformada por una o más series. En cambio, cuando se opta por efectuar un programa de emisiones, la sociedad adoptará un plan por el que se establezca la realización de múltiples emisiones de valores, las mismas que, a su vez, pueden efectuarse en varias etapas y cada una de ellas estar integradas por diversas series (artículos 3 inciso g y 15 del Reglamento).

Resulta conveniente precisar que cuando nos encontremos frente a una emisión de obligaciones mediante oferta pública, tal operación revestirá una complejidad mayor que aquella emisión efectuada por oferta privada, toda vez que, como se ha señalado, se aplicarán obligatoriamente diversas disposiciones contenidas en la NLMV, la Resolución 141 y el Reglamento, las mismas que establecen una serie de requisitos y reglas especiales que regulan la emisión, disponiendo, así mismo, la intervención de agentes adicionales a la sociedad emisora y al Representante de los Obligacionistas, contemplados en la NLGS, todo ello como consecuencia, primordialmente, de lograr el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como una adecuada protección de los inversionistas, finalidades primordiales de la NLMV (artículo 1 de la NLMV).

En tal sentido, la sociedad emisora de obligaciones por oferta pública primaria, es decir, de nuevos valores, debe inscribirlos previamente en el RPMV administrado por la CONASEV, salvo que se trate de valores emitidos por el Banco Central de Reserva o por el Gobierno Central, así como en el caso de una oferta pública secundaria, es decir, aquella que tiene por

objeto la transferencia de valores previamente emitidos y colocados, bajo la modalidad de oferta pública de venta, siempre que, en este último supuesto, los valores se encuentren inscritos, debiendo presentar a la CONASEV el prospecto informativo con el contenido que ésta determine (artículos 49 y 66 de la NLMV y 4 y 11 del Reglamento).

A efectos de inscribir el valor, la sociedad emisora deberá presentar a la CONASEV una serie de documentos entre los cuales figura el proyecto del prospecto informativo (artículo 54 inciso c de la NLMV), el mismo que contendrá toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas sobre la respectiva emisión (artículo 56 de la NLMV). Es en este punto donde hace su aparición uno de los mencionados agentes adicionales: la entidad estructuradora, en razón que ésta es una de las responsables en la elaboración del prospecto (artículo 56 inciso d) de la NLMV).

El estructurador es un agente de intermediación en el mercado de valores, pudiendo desempeñar tal función una empresa del Sistema Financiero, un banco de inversión u otra entidad que determine CONASEV, encargados de la dirección de la oferta pública (artículo 3 inciso a del Reglamento).

Lazo y De Romaña definen a la entidad estructuradora como aquella "(...) que asesora al emisor no sólo en la determinación de las condiciones de emisión apropiadas para alcanzar una colocación exitosa, sino que puede comprender la asesoría al emisor en la determinación de las condiciones más apropiadas para el uso de los flujos ..."<sup>7</sup>.

La función de la entidad estructuradora no se limita únicamente al asesoramiento de la sociedad respecto a la emisión, sino que debe velar también para que la información y documentación pertinente sea suministrada y presentada de acuerdo a lo determinado por la Gerencia General de la CONASEV y, aunque ésta no lo requiriese, revelar la información necesaria para los inversionistas (artículos 2, 12 y último párrafo del 16 del Reglamento). En consecuencia, el estructurador adquiere una responsabilidad solidaria con la sociedad emisora u ofertante respecto del prospecto frente a los inversionistas, así como por el incumplimiento de la mencionada obligación de revelación de información, salvo algunos casos excepcionales (artículos 60 de la NLMV y 12 y 17 del Reglamento).

Otro agente que interviene en una emisión de obligaciones por oferta pública es la empresa clasificadora de riesgo, la cual tiene como objeto exclusivo el de categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a disposiciones de carácter general que establezca la CONASEV (artículo 269 de la NLMV). Puede desempeñarse como clasificadora de riesgo cualquier persona jurídica que se constituya bajo las formas societarias establecidas en la NLGS (artículo 270 de la NLMV).

La intervención de las clasificadoras de riesgo es obligatoria cuando se trata de una emisión de valores tanto por oferta pública primaria como mediante oferta pública secundaria. En estos supuestos deben contratarse los servicios de cuando menos dos de dichas empresas, las mismas que mantendrán independencia entre sí, a efectos de realizar la clasificación permanente de los valores correspondientes. Cabe señalar que en el caso que se efectúe una emisión de obligaciones por oferta privada, la contratación de las clasificadoras de riesgo es facultativa (artículo 280 de la NLMV).

Adicionalmente al Representante de los Obligacionistas, quien interviene durante el desarrollo de toda la operación de emisión de obligaciones, como será analizado más adelante, participa obligatoriamente un agente de intermediación o colocador cuando la emisión se realiza por oferta pública (artículo 50 de la NLMV), salvo que se emitan instrumentos de corto plazo, en cuyo caso la sociedad emisora podrá colocar los valores directamente en el mercado, o cuando las empresas sujetas al control y supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros emitan valores no accionarios propios por autorización de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, la Ley de Bancos) (artículo 63 de la NLMV) y otras excepciones (artículos 63 y 127, último párrafo, de la NLMV).

Ahora bien, cuando los valores emitidos por oferta pública sean colocados a través de un mecanismo de negociación que opere en una bolsa (rueda de bolsa), entonces es indispensable la intervención de una sociedad agente de bolsa (artículo 127, primer párrafo, de la NLMV). En caso que dichos valores sean colocados en mecanismos que no operen en bolsa, entonces intervendrán los agentes de intermediación que señalen los reglamentos de tales mecanismos (artículo 127, segundo párrafo de la NLMV), quienes

<sup>7</sup> LAZO, Jorge y DE ROMAÑA, Fátima. Op. Cit. p. 146.

pueden ser sociedades agentes de bolsa (artículos 185 y siguientes de la NLMV) o sociedades intermediarias (artículos 204 y siguientes de la NLMV).

En cuanto a una emisión de obligaciones por oferta privada, puede prescindirse de la intervención de los citados agentes de intermediación para proceder a la colocación de los valores, pudiendo ser, en tal caso, la misma sociedad emisora quien se encargue de colocarlos, salvo que decida contratar los servicios de dichos agentes para promover el lanzamiento de los valores (artículos 194 inciso f) y 207 inciso f) de la NLMV).

Finalmente, respecto a este punto, conviene señalar que los agentes de intermediación están sujetos a las obligaciones, responsabilidades y prohibiciones contenidas en el Título VII de la NLMV, y en caso que el emisor coloque los valores directamente, las mismas les serán aplicables a éste en lo que sea pertinente (artículo 27 del Reglamento).

## 2.2. Del importe de la emisión y sus eventuales garantías

Tal como habíamos señalado, una vez tomado el acuerdo de emisión, la sociedad deberá cumplir con diversas disposiciones con anterioridad a la colocación de los valores, las cuales se encuentran destinadas, principalmente, a la protección de los futuros obligacionistas.

En efecto, la sociedad no puede decidir realizar una emisión de obligaciones, ya sea por oferta pública o privada, cuyo importe total exceda el monto de su patrimonio neto.

Sin embargo, la NLGS establece como excepciones a esta regla general: a) que se haya otorgado garantía específica, pudiendo ser ésta un derecho real de garantía (hipoteca, prenda, anticresis) o una fianza solidaria emitida por entidades del Sistema Financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras, o bancos extranjeros; b) que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado la sociedad con anterioridad a la misma; o, c) en los casos especiales en que la ley lo permita<sup>8</sup> (artículos 305 y 307 de la NLGS). Asimismo, en el caso que se trate de una emisión de obligaciones por oferta pública, la NLMV

permite, adicionalmente a las garantías contempladas en la NLGS, la constitución de carta fianza bancaria, depósito bancario, certificado bancario en moneda extranjera depositado en una institución financiera del país, póliza de caución de empresas de seguros y otras que establezca la CONASEV mediante disposiciones de carácter general (artículo 90 de la NLMV).

Obviamente, la constitución de las garantías señaladas no libera a la sociedad emisora de responder con sus demás bienes y derechos frente a los obligacionistas, pudiendo éstos, inclusive, hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio de los socios, dependiendo de la responsabilidad limitada o ilimitada de la forma societaria.

La existencia de garantías inscribibles produce un efecto de especial relevancia, en razón de que las obligaciones no podrán colocarse en tanto aquéllas no sean inscritas en los Registros Públicos.

## 2.3. De las condiciones de la emisión y el contrato

Una vez acordada la emisión de las obligaciones y definido el importe total de la operación, así como la eventual constitución de garantías, la sociedad deberá elaborar los términos del contrato de emisión, pudiendo ser estas cláusulas contractuales o condiciones de la emisión de tres clases: legales, estatutarias o voluntarias.

Parafraseando a Velasco<sup>9</sup>, las condiciones legales serán aquellas que la ley establece con carácter obligatorio, limitándose la NLGS a establecer dos: la constitución de un sindicato de obligacionistas y la designación por parte de la sociedad del Representante de los Obligacionistas, a fin de que concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas, como se analizará más adelante (artículo 306, segundo párrafo de la NLGS).

Por su parte, las condiciones estatutarias serán las que el estatuto de la sociedad emisora establezca (plazos para amortizar las obligaciones, entre otras); y, finalmente, las condiciones voluntarias serán establecidas en mérito al libre arbitrio de la junta de accionistas o de socios, según sea el caso, (elección de la garantía, entre otras) siempre que no se transgreda la normatividad aplicable (artículo 306, primer párrafo, de la NLGS).

<sup>8</sup> El artículo 232 de la Ley de Bancos establece en su último párrafo que las empresas del Sistema Financiero pueden emitir instrumentos financieros, incluyendo bonos, sin necesidad de constituir garantías.

<sup>9</sup> VELASCO, Angel. "La Ley de Sociedades Anónimas. Anotaciones y concordancias." Editorial de Derecho Financiero. Madrid, 1974. p. 549.

La NLGS impone una formalidad *ad solemnitatem* al contrato de emisión de obligaciones: su otorgamiento mediante escritura pública, con la intervención del Representante de los Obligacionistas. Asimismo, establece la información que debe contener (artículos 308 de la NLGS, 88 de la NLMV y 3 de la Resolución 141).

Cabe señalar que la colocación de los valores podrá iniciarse a partir de la fecha de la mencionada escritura pública, salvo que existan garantías pendientes de inscripción, tal como se expone líneas arriba (artículo 308, último párrafo de la NLGS).

Una vez colocadas las obligaciones, el papel tanto del sindicato de obligacionistas como del Representante de los Obligacionistas, adquiere una trascendental dimensión, tal como será analizado en los siguientes puntos.

Finalmente, respecto a la operación de emisión de obligaciones en líneas generales, debemos señalar que la sociedad emisora ingresa en una etapa que requiere un riguroso manejo de los compromisos asumidos, los cuales son más numerosos en el caso que se haya realizado mediante una oferta pública, como consecuencia, esencialmente, del deber de información impuesto por la normatividad aplicable a fin de proteger a los inversionistas.

La sociedad emisora se encuentra en la obligación de satisfacer el importe de las obligaciones de conformidad con el contrato de emisión, dentro de los plazos convenidos, con las primas y ventajas estipuladas en el mismo, así como a efectuar los sorteos periódicos de acuerdo con los plazos y formalidades establecidas en el contrato y en la ley; de lo contrario, el plazo de la emisión caducará y los obligacionistas poseerán la prerrogativa de reclamar el reembolso de las obligaciones y de los intereses correspondientes (artículo 329 de la NLGS).

Asimismo, la NLGS permite el rescate anticipado de las obligaciones por parte de la sociedad emisora en diversos supuestos, debiendo amortizarlas (artículo 330 de la NLGS), salvo que tal adquisición fuese autorizada por el directorio y, si éste no existe, por el administrador de la sociedad, colocándolas nuevamente dentro del término más conveniente, quedando en suspenso los derechos que correspondan a las obligaciones rescatadas y extinguiéndose por consolidación los intereses y demás créditos derivados de ellas, en tanto se produzca la mencionada colocación (artículo 331 de la NLGS).

### 3. Acerca del sindicato de obligacionistas

Tal como hemos señalado, el sindicato de obligacionistas se origina en mérito a una disposición imperativa de la norma, toda vez que representa una de las condiciones necesarias del contrato de emisión de obligaciones.

En tal sentido, dicho sindicato se constituye en virtud al otorgamiento de la escritura pública del contrato de emisión, conformándose el mismo por los adquirentes de las obligaciones colocadas, quienes al suscribirlas ratifican plenamente los términos de dicho contrato, incorporándose en calidad de obligacionistas con todos los derechos y deberes que tal *status* conlleva (artículos 310 y 318 de la NLGS).

La doctrina se ha ocupado esmeradamente en determinar la naturaleza jurídica del sindicato de obligacionistas, siendo la posición mayoritaria aquella que concuerda en otorgarle un carácter asociativo.

En efecto, Elías sostiene que la "(...) existencia de un acto constitutivo formal, la posibilidad de dotarlo de un régimen, su organización interna, sus funciones y atribuciones legales, entre otros elementos, apuntan a la naturaleza asociativa del sindicato. Sin embargo, consideramos que el sindicato es una forma asociativa especial, atendiendo a las singulares relaciones que debe desarrollar al interior de una sociedad anónima. Ello no supone que el sindicato tenga personalidad jurídica."<sup>10</sup>

Por su parte, Garrigues plantea un interesante razonamiento: "¿A qué tipo de sociedad se asemeja un Sindicato de Obligacionistas regido por especiales estatutos? (...) Falta en esta organización el propósito de obtener ganancia o lucro (...); falta, además, la finalidad específica mercantil (realización de una actividad mercantil), (...). En la agrupación de obligacionistas la finalidad que se persigue es la mejor defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, mediante una organización social unificadora de todas las acciones e iniciativas frente a la sociedad emisora. Pero salvadas estas diferencias, son muy grandes las analogías entre el Sindicato de Obligacionistas y la sociedad anónima. También en el Sindicato de Obligacionistas hay aportación de un bien: el obligacionista transfiere al sindicato la acción individual que como acreedor le corresponde, y la transferencia se realiza mediante la aportación de los títulos como condición para el ejercicio de la acción colec-

<sup>10</sup> ELÍAS, Enrique. Op. Cit .p. 643.

tiva que compete al sindicato en sustitución de la acción individual de los obligacionistas. Y como ocurre con el título de acción en la sociedad anónima, también con el título de obligación va incorporada la cualidad de miembro del sindicato. Como en la sociedad anónima, hay también en el Sindicato administración por medio de un órgano (comisario). Finalmente, la voluntad colectiva se expresa mediante un órgano adecuado, como es la junta general de obligacionistas.”<sup>11</sup>

Ahora bien, el sindicato de obligacionistas, en tanto figura asociativa especial, posee, retomando a Elías, una doble función: “... a) está destinado a organizar y facilitar la defensa de sus intereses. Ello resulta de la mayor importancia, pues la existencia de un gran número de inversionistas y de un plazo normalmente extenso de la emisión hacen necesarios mecanismos de tutela adicionales a los que cualquier acreedor tendría respecto de una operación de préstamo corriente; b) para la sociedad emisora la organización de los obligacionistas le facilita una armoniosa y ordenada interrelación que no sería posible si tuviese que entenderse directamente con cada uno de los obligacionistas.”<sup>12</sup>

Asimismo, el sindicato de obligacionistas se encuentra organizado en base a dos figuras legales particulares: la asamblea de obligacionistas y el Representante de los Obligacionistas. Dentro de este punto analizaremos brevemente a la primera de ellas, en tanto que la segunda lo será en el punto siguiente, como tema principal del presente artículo.

La asamblea de obligacionistas es definida por Broseta Pont como un órgano colectivo deliberante, mientras que el Representante de los Obligacionistas se constituye como un órgano unipersonal de gestión.<sup>13</sup>

Efectivamente, la asamblea de obligacionistas adquiere la calidad de órgano supremo del sindicato de obligacionistas, toda vez que los obligacionistas reunidos en dicha asamblea, siempre que haya sido debidamente convocada y cuente con el quórum correspondiente, deciden por la mayoría establecida en la NLGS los asuntos propios de su competencia, al igual que en el caso de la junta general de accionistas, circunstancia que explica la aplicación supletoria a la asamblea, en cuanto sea pertinente, de las disposiciones que regulan a la mencionada junta (artículos 111 y 324 de la NLGS).

Una vez suscrito el cincuenta por ciento (50%) de las obligaciones emitidas, el directorio de la sociedad emisora, o -en caso de no existir éste- el administrador de la misma o el Representante de los Obligacionistas, debe realizar la convocatoria respectiva para la asamblea de obligacionistas, a fin de que ésta apruebe o no la gestión del citado representante, confirmándolo en el cargo o designando a su sustituto (artículos 320 y 321 de la NLGS).

A efectos de lograr la validez de sus acuerdos, la asamblea de obligacionistas requiere en primera convocatoria la asistencia de por lo menos la mayoría absoluta del total de las obligaciones en circulación, debiendo tomarse los acuerdos, a su vez, cuando menos por igual mayoría. En segunda convocatoria, tal asamblea se instalará con la asistencia de cualquier número de obligaciones y los acuerdos se conseguirán con la mayoría absoluta de las obligaciones presentes o representadas, salvo que se pretenda acordar la modificación de las garantías establecidas y las condiciones del contrato de emisión con la participación de la sociedad emisora. Los acuerdos alcanzados de conformidad con las reglas expuestas vinculan a todos los obligacionistas, inclusive a los ausentes y disidentes; no obstante ello, existe la posibilidad de que sean impugnados en la vía judicial si son contrarios a la ley, opuestos a los términos de la escritura de emisión o lesivos a los intereses de los demás obligacionistas en beneficio de uno o varios de ellos, siendo de aplicación las normas existentes para la impugnación de acuerdos de junta general de accionistas, en lo que fuere pertinente al procedimiento y otros aspectos (artículos 322 y 323 inciso 2 de la NLGS).

La asamblea de obligacionistas, debidamente convocada y con el quórum respectivo, posee entre sus facultades la de tomar los acuerdos necesarios para defender los intereses de los obligacionistas; modificar, de común acuerdo con la sociedad, las garantías establecidas y las cláusulas contractuales de la emisión; remover al Representante de los Obligacionistas y nombrar a su reemplazante; disponer el inicio de los procesos judiciales o administrativos correspondientes; y, aprobar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes (artículos 322 de la NLGS y 94 de la NLMV).

Expuestas brevemente las características y funciones del sindicato de obligacionistas y de su asamblea, en

<sup>11</sup> GARRIGUES, Joaquín. Op. Cit. pp. 228-229.

<sup>12</sup> ELÍAS, Enrique. Op. Cit. p. 643.

<sup>13</sup> BROSETA Pont, Manuel. Op. Cit. p. 287.

tanto órgano máximo de decisión, procederemos a efectuar el análisis del Representante de los Obligacionistas, motivo del presente artículo.

## II. ACERCA DEL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS

La naturaleza particular de la operación de emisión de obligaciones, tal como se ha expuesto brevemente en los puntos 1 y 2 del presente artículo, influye directamente en los entes que intervienen en la misma, como es el caso del Representante de los Obligacionistas, al cual se le confieren características que, como consecuencia de su complejidad, impiden clasificarlo en forma rígida dentro de los parámetros de las instituciones jurídicas típicas, razón por la cual se requiere un análisis detenido para comprenderlo, de acuerdo con los numerales que se exponen a continuación.

### 1. Denominación

Conviene iniciar el análisis a partir de la denominación otorgada a esta figura jurídica, toda vez que revela la particularidad de la misma. El Decreto Supremo 003-85-JUS, Texto Único Concordado de la antigua Ley General de Sociedades (en adelante, la ALGS) la denominaba Fideicomisario.

Contrariamente a lo que podría pensarse, no corresponde a la NLGS la nueva denominación de Representante de los Obligacionistas para la figura materia de análisis. En efecto, ya la NLMV, norma anterior a la aplicación de la NLGS (ver nota a pie, página 1), había acuñado en su artículo 8 inciso q) el término Representante de los Obligacionistas para referirse al Fideicomisario regulado en la ALGS para la emisión de obligaciones, utilizándolo en tal sentido en su texto.

Somos de la opinión de que la novedad en cuanto al *nomen iuris* de la referida figura por parte de la NLMV obedeció a dos razones: la primera, la intención de distinguir a la figura que intervenía en una emisión de obligaciones realizada mediante oferta privada y regulada, en consecuencia, exclusivamente por la ALGS,

de la figura que participaba en una emisión por oferta pública que, no obstante ser la misma, asumía funciones adicionales; la segunda y más entendible, la existencia de una duplicidad de términos, toda vez que a través del Decreto Legislativo 770, Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, vigente hasta el 09 de diciembre de 1996, y luego la Ley de Bancos, actualmente en vigencia, se introdujo la denominación de Fideicomisario para referirse a una de las partes que intervienen en el fideicomiso bancario, operación distinta a la de emisión de obligaciones.<sup>14</sup>

No obstante, durante la etapa de elaboración de la NLGS, la Comisión Redactora del respectivo proyecto propuso un tercer término: Comisario, fundamentando el cambio, expresamente, en la mencionada duplicidad de términos existente en mérito al fideicomiso bancario regulado en la Ley de Bancos, de conformidad con la Exposición de Motivos de dicho proyecto.<sup>15</sup>

En tal sentido, los proyectos realizados tanto por la Comisión Redactora como por la Comisión Revisora, mantuvieron la denominación de Comisario en sus correspondientes textos.<sup>16</sup>

La Comisión Permanente modificó el término de Comisario propuesto por las citadas comisiones por el de Representante de los Obligacionistas, toda vez que consideró conveniente denominarlo de tal manera a fin de "adecuarse a la ley sobre la materia, que corresponde a la Ley del Mercado de Valores."<sup>17</sup>

No compartimos totalmente el argumento sostenido por la Comisión Permanente, en razón de que la regulación de la figura bajo análisis no corresponde exclusivamente a la NLMV, salvo las funciones y obligaciones adicionales que contempla respecto a ella esta norma cuando se produce una emisión de obligaciones mediante oferta pública. Efectivamente, no puede calificarse como ley de la materia únicamente a la NLMV, más aún cuando la operación de emisión se encontraba regulada básicamente en la ALGS y, del mismo modo, actualmente en la NLGS. Sin embargo, la decisión es correcta e, inclusive, necesaria, toda vez que consigue

<sup>14</sup> Sobre el fideicomiso bancario recomendamos consultar: CORZO DE LA COLINA, Rafael. "El fideicomiso. Alcances, alternativas y perspectivas." En: *Thémis. Revista de Derecho. Segunda Época*, número 35. Lima, 1997. p. 47 y ss.

<sup>15</sup> El Proyecto de Ley General de Sociedades elaborado por la Comisión Redactora fue publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 02 de marzo de 1997. Por su parte, el texto de la Exposición de Presentación del Proyecto de Ley General de Sociedades realizada por el doctor Enrique Normand Sparks, Presidente de la Comisión Redactora, a la Comisión Revisora del Congreso de la República, fue publicada en el Diario Oficial El Peruano con fecha 23 de abril de 1997.

<sup>16</sup> El Proyecto de Ley General de Sociedades elaborado por la Comisión Revisora fue publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 10 de mayo de 1997.

<sup>17</sup> Congreso de la República. Presidencia. "Memoria. Ley General de Sociedades 1997". Ediciones del Congreso de la República. Lima, 1998. p. 326. Cabe señalar que el Proyecto de Ley General de Sociedades elaborado por la Comisión Permanente aprobado al 29 de septiembre de 1997, fue publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 03 de octubre de 1997.

uniformizar la denominación de un mismo concepto bajo el término de Representante de los Obligacionistas.

De este modo, el texto de la NLGS incorporó como una de sus numerosas novedades la denominación de Representante de los Obligacionistas en sustitución del término de Fideicomisario utilizado en la ALGS, uniformizándose, más que adecuándose, las expresiones contempladas en la normatividad pertinente.

## 2. Naturaleza jurídica

Previamente a la postulación de una definición acerca del Representante de los Obligacionistas, resulta pertinente revisar su naturaleza jurídica, a fin de definirlo de acuerdo a ella.

Como consecuencia de la particularidad y complejidad de esta figura, no existe una posición doctrinaria única respecto a su naturaleza jurídica, inclinándose algunos tratadistas por sostener su calidad de mandatario, en tanto que la mayoría concuerda en considerarlo como un órgano de representación y gestión de los obligacionistas.

La discrepancia puede apreciarse en el español Martínez Val, quien señala que en la etapa inicial, correspondiente al contrato de emisión, el Representante de los Obligacionistas "(...) es una figura de creación legal, un tanto extraña en cuanto a su naturaleza jurídica, pues aparece como un órgano de gestión de intereses ajenos y de representación de personas potencialmente existentes. Se trata de una representación inferida *ope legis* y que recibe un mandato inicial y concreto de la misma ley: Otorgar el contrato de emisión. La L.s.a. lo define como 'órgano de relación entre la sociedad y el Sindicato'. Pero esto no es más que un lenguaje figurado, una ficción porque tampoco el Sindicato existirá hasta que se constituya con los suscriptores que, una vez inscrita la escritura de emisión, 'hayan adquirido los títulos', a medida que los vayan recibiendo con carácter provisional. Después de este momento, hay un Comisario [Representante de los Obligacionistas], que puede ser el mismo, ratificado, u otra persona, elegida por la Asamblea de obligacionistas (...) que por tanto pasa a ser -y ya no por deferencia de la ley- auténtico órgano de representación del Sindicato y de gestión de los intereses de los obligacionistas."<sup>18</sup>

En un primer momento, existe la posibilidad de considerar la naturaleza jurídica del Representante de los

Obligacionistas exclusivamente dentro del mandato. La regla general sobre la existencia de esta figura se fundamenta en una imposición legal, siendo una condición indispensable de la operación de emisión de obligaciones (artículos 306 de la NLGS y 87 de la NLMV).

En tal sentido, el artículo 145 del Código Civil contempla la posibilidad de que la representación sea conferida por la ley. Ahora bien, el Representante de los Obligacionistas actúa como un intermediario entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, desempeñando una serie de funciones, prerrogativas y deberes establecidos por la ley, el contrato de emisión o la asamblea de obligacionistas, que tienen como finalidad primordial la defensa de los intereses de la masa de obligacionistas.

Es por ello que se sostiene que su naturaleza jurídica es la del mandato, toda vez que se obliga a realizar uno o más actos jurídicos, por cuenta e interés de los obligacionistas, concepto contemplado en el artículo 1790 del Código Civil. En consecuencia, se trataría de un mandato con representación, habiendo recibido de la ley el poder para actuar en nombre de los representados, siéndole de aplicación supletoria las disposiciones contenidas en los artículos 145 y siguientes y 1790 y siguientes del mismo cuerpo legal.

No obstante, la institución del mandato con representación del Código sustantivo no se aplica en puridad respecto del Representante de los Obligacionistas, como consecuencia de sus peculiares características.

En efecto, el artículo 1807 del Código Civil establece la presunción legal de que el mandato con representación es oneroso; teniendo en cuenta que nos encontramos dentro de una operación del Derecho Comercial, lo típico es que el Representante de los Obligacionistas cobre una suma determinada por la función que ejerce. Siguiendo este orden de ideas, los incisos 2 y 3 del artículo 1796 del mismo cuerpo legal prescriben como obligaciones del mandante (en este caso: los obligacionistas) el pago de la retribución correspondiente al mandatario (Representante de los Obligacionistas), así como reembolsarle los gastos que realice.

Pues bien, estas disposiciones no se cumplen en una operación de emisión de obligaciones, toda vez que en la práctica es la sociedad emisora quien paga al Representante de los Obligacionistas su retribución,

<sup>18</sup> MARTÍNEZ VAL, José María. "Derecho Mercantil." Bosch Casa Editorial S.A. Barcelona, 1979. p. 212.

de acuerdo con el contrato privado por el cual se le designa en tal cargo, y corre con sus gastos en virtud al artículo 319 de la NLGS, debido a su calidad de órgano de gestión y representación del sindicato de obligacionistas, tal como se verá más adelante, salvo que se exceda el porcentaje establecido por dicha norma, en cuyo caso recién serán los obligacionistas quienes asumirán el reembolso de tales gastos.

Por otro lado, el artículo 1797 del citado Código Civil permite que el mandatario se abstenga de ejecutar el mandato en tanto el mandante se encuentre en mora frente a él en el cumplimiento de sus obligaciones. Consideramos que esta disposición no es posible de aplicar respecto del Representante de los Obligacionistas, en razón de que si la sociedad emisora incumple con el pago de su retribución o el reembolso de sus gastos, aquél no podrá dejar de realizar los actos encaminados a lograr la protección de los intereses de los obligacionistas, ya que el incumplimiento no puede atribuírsele a éstos y, asimismo, se desnaturalizaría completamente su función como representante.

Obviamente, de acuerdo con tal razonamiento, tampoco procedería la figura de la preferencia en cuanto a la satisfacción de créditos a favor del representante prevista en el artículo 1798 del Código Civil, ni la retención de bienes establecida en el artículo 1799 del mismo cuerpo legal.

Asimismo, tal como observan Lazo y De Romaña, el inciso 2 del artículo 325 de la NLGS establece como una de las funciones del Representante de los Obligacionistas la de ejercer la representación legal del sindicato de obligacionistas, disposición que lo asemejaría más a un órgano de gestión y representación que a un mandatario, en razón que "(...) significa que celebra en nombre de éste los actos y contratos necesarios para cumplir con su función y representa a la masa de obligacionistas ante las autoridades judiciales (...), administrativas y ante la sociedad emisora"<sup>19</sup>, de acuerdo con los incisos 2 y 11 del mencionado artículo 325.

Continuando con los mismos autores, el deber de diligencia que corresponde al Representante de los Obligacionistas es el que puede exigirse a un "ordenado comerciante", es decir, cuidar de los intereses de los obligacionistas como de los propios (artículos 92 de la NLMV y 171 de la NLGS); en tal sentido, no

es aplicable para la figura bajo análisis el deber de diligencia atribuible a los negocios jurídicos regulados por el Código Civil, consistente en una actuación equivalente a la de un "buen padre de familia."<sup>20</sup>

Finalmente, para citar una propiedad adicional que excede la naturaleza jurídica del mandato, entre otras, al designar la sociedad emisora al Representante de los Obligacionistas, el sindicato aún no existe legalmente, ya que recién se constituye en una etapa posterior: el otorgamiento de la escritura pública del contrato de emisión (artículo 318 de la NLGS); en consecuencia, la existencia física de los obligacionistas se presenta cuando éstos suscriben las obligaciones, lo cual se produce en la etapa de colocación. En otras palabras, el mandatario, en su calidad de tal, existe antes que sus eventuales mandantes.

Ahora bien, como señalamos anteriormente, la mayoría de la doctrina se inclina por considerar al Representante de los Obligacionistas como un órgano de gestión y representación. Esta calidad se desprende de la estructura misma del sindicato de obligacionistas, el cual posee, como señala Broseta Pont, un órgano colectivo deliberante: la Asamblea de Obligacionistas que se asemeja a la junta de accionistas y, adicionalmente, un órgano unipersonal de gestión: el Representante de los Obligacionistas, que se asemeja al directorio o a la administración, el cual se encuentra subordinado a aquélla.

Según Uría, el Representante de los Obligacionistas "(...) como persona que, aunque designada por la sociedad, queda facultada por la ley para discutir y otorgar en nombre e interés de los futuros obligacionistas el contrato de emisión, aceptar en su caso la hipoteca u otras garantías del empréstito y tutelar después los derechos e intereses comunes de los suscriptores de los títulos, ofrece los caracteres de un fiduciario, si bien hay que reconocer que ese carácter se debilita después de constituido el sindicato cuando la asamblea de obligacionistas le confirme en el cargo o elija como comisario a persona distinta de la designada por la sociedad, porque entonces la primitiva relación de fiducia se deja penetrar, cuando menos, por una relación de carácter representativo. El comisario, que podrá ser obligacionista o no, tiene la condición jurídica de 'órgano de relación entre la sociedad y el sindicato de obligacionistas' y está investido de importantes facultades".<sup>21</sup>

<sup>19</sup> LAZO, Jorge y De Romaña, Fátima. Op. Cit. p. 139.

<sup>20</sup> LAZO, Jorge y De Romaña, Fátima. Op. Cit. p. 142.

<sup>21</sup> URÍA, Rodrigo. Op. Cit. p. 532.

Puede apreciarse que en esta posición el Representante de los Obligacionistas no se entiende como una figura desvinculada o independiente respecto del sindicato de obligacionistas, como lo es un mandatario en relación con su mandante, sino como parte del sindicato mismo, ejerciendo una función de órgano de representación y de gestión sometido en cuanto a sus actos a las decisiones de la asamblea de obligacionistas, la cual refleja los deseos de la masa de obligacionistas. La capacidad de representación se aprecia sin dificultad en la representación revisada líneas arriba, en tanto la capacidad de gestión le es inherente para poder llevar a cabo los actos que sean necesarios para cumplir con su función de protección de los intereses de los obligacionistas.

Según Broseta Pont, "(...) la multitud de obligacionistas que puede poseer una sociedad en un momento determinado, la complejidad de sus relaciones con la sociedad, la identidad de sus títulos y de sus intereses, así como la conveniencia de unificar y de organizar debidamente sus relaciones con la sociedad misma, explican suficientemente que la ley haya establecido de modo necesario la existencia de un órgano de representación y de relación con la sociedad (comisario) [Representante de los Obligacionistas] y la de un órgano de deliberación y defensa de los obligacionistas (sindicato de obligacionistas)".<sup>22</sup>

Sin embargo, esta posición tampoco resulta absoluta, en razón que el Representante de los Obligacionistas posee una serie de prerrogativas y funciones que debilitan el concepto de subordinación señalado, como la de iniciar las acciones judiciales o extrajudiciales que considere conveniente para cumplir su función de protección de los intereses de los obligacionistas sin requerir de la orden expresa de la respectiva asamblea, entre otras.

Somos de la opinión que la naturaleza jurídica del Representante de los Obligacionistas puede calificarse como *sui generis*, en razón que si bien posee características propias de un mandato, no es menos cierto que se desenvuelve como un órgano de representación y gestión, y, en consecuencia, la interacción, la combinación de tales caracteres, produce una figura legal especial que resulta difícil de encasillar dentro de alguna institución jurídica conocida.

En conclusión, la naturaleza jurídica del Representante de los Obligacionistas es de carácter especial, recogien-

do la calidad de mandatario con representación, regulada en el Derecho Civil, en tanto intermediario entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, y la de órgano de gestión y representación, propia de la administración social regulada en el Derecho Comercial, toda vez que forma parte de la estructura de dicho sindicato y actúa en defensa de sus intereses.

### 3. Definición

Uría sostiene que el Representante de los Obligacionistas es la pieza fundamental o clave del sistema legal en cuanto a la emisión de obligaciones y señala, así mismo, que "(...) la ley ha instituido al comisario obligatoriamente para que al tiempo de hacerse la emisión no sean impuestas o decididas unilateralmente por la sociedad las características o circunstancias del empréstito, y para que sólo exista un órgano de enlace entre la sociedad y el sindicato que atienda y vigile, en general, cuanto concierna a los obligacionistas y tutele los intereses comunes de éstos."<sup>23</sup>

Por su parte, Elías lo define como "(...) un órgano del sindicato, que tiene un ámbito de actuación delimitado por la Ley, sin perjuicio de las facultades y funciones adicionales que la escritura pública de emisión o la asamblea de obligacionistas puedan encomendarle. (...) la falta de personería jurídica del sindicato de obligacionistas no enerva el carácter de órgano del mismo que tiene el representante, en la medida en que el sindicato no deja de ser una entidad jurídica de contornos delimitados y en la que el proceso de formación de la voluntad y las relaciones con la sociedad emisora se encuentran regulados por la Ley. Asimismo, consideramos que definir al representante de los obligacionistas sólo por la representación legal que va aparejada a dicha posición deja de lado el complejo juego de relaciones entre éste y la asamblea al interior del sindicato de obligacionistas, y con la sociedad emisora."<sup>24</sup>

La normatividad pertinente lo define como el intermediario entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, el mismo que tiene facultades, derechos y responsabilidades establecidos por la ley, o conferidos o atribuidos por la escritura pública del contrato de emisión o la asamblea de obligacionistas (artículo 325 de la NLGS).

En virtud de nuestra posición ecléctica respecto a la naturaleza del Representante de los Obligacionistas,

<sup>22</sup> BROSETA PONT, Manuel. Op. Cit. p. 287.

<sup>23</sup> URÍA, Rodrigo. Op. Cit. p. 527.

<sup>24</sup> ELÍAS, Enrique. Op. Cit. p. 654.

expuesta en el numeral anterior, consideramos pertinente definirlo como una figura jurídica especial que se presenta únicamente dentro de una emisión de obligaciones y que por imperio de la ley cumple el papel de intermediario o instrumento vinculante, exclusivo y excluyente, entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, siendo su principal finalidad la de velar por el cumplimiento de los términos de la emisión en mérito a los lineamientos dispuestos por la ley y el contrato respectivo en relación con su actuación, los que determinan los parámetros de su responsabilidad, interactuando y colaborando con la asamblea, a fin de cumplir debidamente con la representación del sindicato y con sus funciones de gestión en beneficio del mismo.

#### 4. Capacidad para ejercer el cargo

Los artículos 306 de la NLGS y 87 de la NLMV han establecido, conjuntamente, una lista cerrada en relación con los sujetos que se encuentran en capacidad de ejercer el cargo de Representante de los Obligacionistas.

En efecto, ambas disposiciones establecen que sólo pueden ser designadas para desempeñar dicho cargo las siguientes personas jurídicas: a) una empresa bancaria; b) una empresa financiera; o, c) una sociedad agente de bolsa.

La empresa bancaria es aquella cuyo negocio principal consiste en recibir dinero del público en depósito o bajo cualquier otra modalidad contractual, y en utilizar ese dinero, su propio capital y el que obtenga de otras fuentes de financiación en conceder créditos en las diversas modalidades, o a aplicarlo a operaciones sujetas a riesgos de mercado (artículo 282 inciso 1 de la Ley de Bancos).

Por su parte, la empresa financiera es aquella que capta recursos del público y cuya especialidad consiste en facilitar las colocaciones de primeras emisiones de valores, operar con valores mobiliarios y brindar asesoría de carácter financiero (artículo 282 inciso 2 de la Ley de Bancos).

Finalmente, la sociedad agente de bolsa viene a ser la sociedad anónima que, debidamente autorizada, se dedica fundamentalmente a realizar la intermediación de valores en uno o más mecanismos centralizados que operen en las bolsas en las que sean asociados (artículo 185 de la NLMV).

Como puede observarse, la elección y taxatividad prescrita por la ley respecto de las personas jurídicas

que pueden ser Representante de los Obligacionistas no es aleatoria, sino que responde a la especialización sobre temas de financiamiento comercial y negociación de valores que les otorga a estas empresas la práctica, en virtud a su objeto social. Las empresas bancarias y financieras aceptan y ejecutan el encargo como comisiones de confianza, de acuerdo con lo dispuesto por los artículos 221 inciso 32 y 275 inciso 12 de la Ley de Bancos; en tanto que las sociedades agentes de bolsa lo hacen como una operación facultativa otorgada por el artículo 194 inciso g de la NLMV.

Queda claro que en caso de que la asamblea de obligacionistas remueva al Representante de los Obligacionistas designado por la sociedad emisora, ya sea en la primera sesión que ésta celebre (artículo 320 de la NLGS) o posteriormente (artículo 322 inciso 3 de la NLGS), no podrá designar en el cargo a una persona natural ni a una persona jurídica diferente a las establecidas por la ley. Del mismo modo, tampoco podrá designarse como Representante de los Obligacionistas a la sociedad emisora ni a aquellas otras personas jurídicas con las que ésta tenga vinculación (artículo 87, segundo párrafo, de la NLGS).

Cabe señalar, finalmente, que no encontramos obstáculo legal alguno para que el Representante de los Obligacionistas sea uno de los obligacionistas mismos. Sin embargo, esta posibilidad debe analizarse desde dos perspectivas: puede ser positivo porque se encontrará más comprometido aún con la finalidad de proteger los intereses del sindicato, en tanto forma parte de éste; podría ser negativo, porque una posición mayoritaria respecto a la titularidad de las obligaciones le daría la posibilidad de decidir en beneficio propio, no obstante la existencia de mecanismos a favor de los demás obligacionistas para afrontar tal supuesto.

#### 5. Número de Representantes de los Obligacionistas

En la práctica, normalmente existe un solo Representante de los Obligacionistas por cada emisión. El artículo 306 de la NLGS se limita únicamente a señalar que debe designarse a uno como condición obligatoria de la emisión. Sin embargo, ni la NLGS ni la NLMV han previsto el supuesto en que se produzca la actuación de varios representantes en una emisión, omitiendo pronunciarse restrictivamente al respecto.

Como hemos señalado anteriormente, la NLGS prevé la posibilidad de que la sociedad realice una emisión de obligaciones que contenga, a su vez, varias series, las cuales se diferenciarían por sus derechos y deberes.

En tal sentido, ¿pueden coexistir en una misma emisión tantos representantes como series la conformen?

Según Miguel A. Sasot B. y Miguel P. Sasot, la respuesta dependerá de la igualdad o no de los derechos y deberes que contengan las obligaciones de cada serie. Así, estos autores sostienen que si dichos derechos y consiguientes deberes son iguales en todas las series entonces se requerirá un solo Representante de los Obligacionistas, "(...) pues no cabría la posibilidad de una oposición de intereses de los debenturistas [obligacionistas] de cada una de las series, ya que la tasa de interés, la garantía, la amortización, la fecha de pago, etc., serían iguales para todos los debenturistas de la emisión y resultaría ilógico designar una pluralidad de fiduciarios [Representantes de los Obligacionistas] para cumplir análogo cometido y representar frente a la sociedad a *debentures* [obligaciones] con iguales derechos crediticios."<sup>25</sup>

Sin embargo, los mencionados autores señalan que "(...) la pluralidad de fiduciarios será indispensable si cada serie ha sido emitida con derechos o privilegios diferentes, pues no se daría entre ellas la comunidad de riesgos, intereses y privilegios que dan unidad jurídica al empréstito y, consiguientemente, unidad a la masa que conlleva a una representación unificada frente a la sociedad."<sup>26</sup>

## 6. Duración del cargo, remoción y renuncia

El Representante de los Obligacionistas se mantendrá en el ejercicio del cargo desde el momento de su designación por parte de la sociedad emisora hasta que culmine la operación de emisión con el reembolso o rescate de las obligaciones, siempre que no se produzca un supuesto de remoción o renuncia respecto del mismo.

Como se sabe, la asamblea de obligacionistas tiene la facultad de remover al Representante de los Obligacionistas desde su primera reunión o en cualquier momento de la operación, sin que la ley le requiera a tal efecto justificación o quórum especial alguno, pudiendo sustituirlo por cualquier otra de las personas jurídicas permitidas por la ley para ejercer el cargo (artículos 306, 320 y 322 inciso 3 de la NLGS).

Algunos tratadistas, como Miguel A. Sasot B. y Miguel P. Sasot, consideran que la facultad de remover al Representante de los obligacionistas no es exclusiva

de los obligacionistas, sino que la sociedad emisora también puede y debe hacerlo en caso que dicho representante, que designó en un primer momento para intervenir en el otorgamiento de la escritura pública del contrato de emisión en representación de los futuros suscriptores de los valores, incurra en alguna causal de incapacidad.

Consideramos que si bien la normatividad pertinente no se manifiesta expresamente sobre esta posibilidad, la remoción del Representante de los Obligacionistas corresponde exclusiva y excluyentemente a los obligacionistas reunidos debidamente en asamblea, pues son éstos quienes deben tomar las decisiones correspondientes a la defensa de sus intereses y la actuación de su representante, sin injerencias de la sociedad emisora, ya que en caso de permitirse la intervención de ésta podrían generarse serios conflictos de intereses que afectarían a la operación misma.

A su vez, el Representante de los Obligacionistas puede formular su renuncia al cargo. La NLGS no se pronuncia sobre este supuesto, correspondiéndole su regulación al tercer párrafo del artículo 92 de la NLMV, el cual otorga al Representante de los Obligacionistas la posibilidad de renunciar, pero no se podrá apartar del cargo hasta que la asamblea designe a su sustituto, salvo que transcurran treinta días útiles de notificada la renuncia sin que ésta nombre alguno.

Sin embargo, la NLMV no prevé debidamente los supuestos de renuncia. El artículo 3 inciso 3 de la Resolución 141 ha cubierto el vacío legal existente en relación con este punto, estableciendo que en una emisión de bonos el respectivo contrato debe contener, entre otra información, los casos en que procede la renuncia del Representante de los Obligacionistas, sobre todo el supuesto del revisado artículo 92 de la NLMV, en el que, comunicada la renuncia, no se hubiere designado a un sustituto para el renunciante. Según la Exposición de Motivos de la Resolución 141, el inciso 3 de su artículo 3 tiene como propósito que el Representante de los Obligacionistas no haga abuso de su derecho a renunciar.

Finalmente, cabe señalar que la regulación sobre la renuncia contemplada en la NLMV y la Resolución 141 es aplicable supletoriamente a las emisiones de obligaciones mediante oferta privada.

<sup>25</sup> SASOT BETES, Miguel A. y Sasot, Miguel P. "Sociedades Anónimas. Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables." Editorial Ábaco de Rodolfo Palma. Buenos Aires, 1985. p. 480.

<sup>26</sup> SASOT BETES, Miguel A. y Sasot, Miguel P. Op. Cit. p. 480.

## 7. Actuación del Representante de los Obligacionistas

La finalidad esencial que debe perseguir el Representante de los Obligacionistas es la protección de los intereses de los obligacionistas en relación con la operación de emisión y, en consecuencia, su actuación se desarrollará en tal sentido.

Sin embargo, tal como advierten Lazo y De Romaña, "(...) la labor en defensa de los obligacionistas no es de resultados, sino de medios; con lo cual el representante de los obligacionistas no garantiza el éxito de las funciones que le han sido asignadas en el contrato de emisión o por legislación, salvo que hubiera mediado dolo o culpa inexcusable en el desempeño de las funciones."<sup>27</sup>

Ahora bien, el ámbito de actuación del Representante de los Obligacionistas se encuentra determinado por la legislación aplicable, las condiciones pactadas en la escritura pública del contrato de emisión, así como por los acuerdos que adopte la asamblea de obligacionistas, estableciéndose, consecuentemente, una diversidad de facultades, derechos y responsabilidades en relación con dicho representante.

A continuación procederemos a exponer los actos que corresponden al Representante de los Obligacionistas de conformidad con la legislación aplicable, debiendo advertir que ésta los regula de una manera dispersa y poco ordenada, razón por la cual intentaremos desarrollarlos de acuerdo con el momento en que se presentan dentro de la operación de emisión de obligaciones.

- a) Proteger los intereses de los obligacionistas: esta es la finalidad primordial del Representante de los Obligacionistas, la cual enmarca todos sus actos. En tal sentido, el ámbito de actuación de dicho representante se desenvuelve en observancia de esta premisa (artículo 325 inciso 4 de la NLGS);
- b) Actuar con la diligencia de un ordenado comerciante: constituye otra premisa que regula la actuación del Representante de los Obligacionistas, mediante la cual se pretende que éste actúe de tal forma que cuide los intereses de los obligacionistas como si fueran los propios (artículo 92, primer párrafo, de la NLMV);
- c) Deber de reserva: el Representante de los Obligacionistas tiene el deber general de mantener reserva total de cuanto llegue a conocer por razón de

su gestión, salvo que la revelación fuere absolutamente necesaria para el mejor cumplimiento de sus funciones (artículo 93 de la NLMV);

- d) Ejercer la representación legal del sindicato: el Representante de los Obligacionistas tiene la representación legal del sindicato por mandato legal, la cual le permite, esencialmente, celebrar actos en nombre de los obligacionistas, accionar judicial o extrajudicialmente para proteger los intereses de los obligacionistas con las facultades generales y especiales previstas en los artículos 74 y 75 del Código Procesal Civil, entre otras (artículo 325 inciso 2 de la NLGS);
- e) Concurrir al otorgamiento del contrato de emisión: una vez designado por la sociedad emisora, el Representante de los Obligacionistas se encuentra en la obligación de concurrir al otorgamiento de la escritura del contrato de emisión, suscribiendo el respectivo instrumento legal en nombre de los futuros obligacionistas (artículo 306 de la NLGS);
- f) Designar personas naturales: Esta es una consecuencia práctica de su designación como Representante de los Obligacionistas. En efecto, tal representante es siempre una persona jurídica y, en consecuencia, debe designar a las personas naturales que lo representarán permanentemente ante la sociedad emisora en sus funciones, así como para formar parte del órgano administrador de dicha sociedad cuando esté previsto en la escritura pública del contrato de emisión (artículo 325 incisos 5 y 6 de la NLGS);
- g) Velar por el cumplimiento del contrato: la concurrencia al mencionado otorgamiento del contrato no exime al Representante de los Obligacionistas de velar por el correcto cumplimiento de las condiciones pactadas en el mismo, durante el desarrollo de toda la operación de emisión de obligaciones o hasta la vigencia de su cargo, de ser el caso (artículo 92 inciso a de la NLMV);
- h) Verificar la debida constitución de las garantías: en caso que se trate de una emisión de obligaciones respaldada con las garantías previstas en la ley, el Representante de los Obligacionistas debe verificar que éstas hayan sido debidamente constituidas, comprobando la existencia y el valor de los bienes afectados y cuidando que se encuentren correctamente asegurados a su favor, de acuerdo a su naturaleza, al menos por un monto proporcional al importe de las obligaciones en

<sup>27</sup> LAZO, Jorge y De Romaña, Fátima. Op. Cit. p. 141.

- circulación (artículo 325 incisos 9 y 10 de la NLGS y 92 incisos b y c de la NLMV);
- i) Firmar los títulos o certificados: la firma del Representante de los Obligacionistas, junto con la del representante de la sociedad emisora, constituye uno de los requisitos que debe contener el título o certificado que representa materialmente a una obligación suscrita. Se entiende que se prescinde de tal requisito en caso que la obligación se encuentre representada mediante anotación en cuenta, como consecuencia de su naturaleza inmaterial (artículo 314 inciso 11 de la NLGS);
  - j) Convocar a la primera asamblea: apenas se haya producido la suscripción del 50% de la emisión, corresponde al directorio de la sociedad emisora, o en caso de no existir éste, al administrador de ésta o al Representante de los Obligacionistas realizar la convocatoria para la primera asamblea de obligacionistas, la cual aprobará o no su gestión, confirmándolo en el cargo o removiéndolo y designando a su sustituto (artículos 320 y 321 de la NLGS);
  - k) Convocar las demás asambleas: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de convocar a la asamblea de obligacionistas cuando lo considere necesario a fin de que se tomen acuerdos para la protección de sus intereses. Sin embargo, tal convocatoria será una obligación para dicho representante si lo solicitan obligacionistas que representen no menos del 20% de las obligaciones en circulación (artículo 321 de la NLGS);
  - l) Requerir asistencia de administradores: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de requerir la asistencia de los administradores a las asambleas que convoque, sin perjuicio del derecho que éstos poseen para asistir aunque no hubiesen sido citados. Sin embargo, tal requerimiento será una obligación del mencionado representante cuando así lo hayan exigido los obligacionistas que le solicitaron la convocatoria (artículo 321 de la NLGS);
  - m) Presidir la asamblea: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de ejercer la presidencia de las asambleas de obligacionistas. Sin embargo, consideramos que esta regla no se cumplirá en el caso de la primera convocatoria, toda vez que ésta tiene por objeto decidir si continúa o no en el ejercicio del cargo, razón por la cual sería contraproducente que la presida (artículo 325 inciso 1 de la NLGS);
  - n) Asistir a la junta de accionistas o socios: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de asistir en tal calidad a las sesiones de las juntas de accionistas o de socios, según sea el caso, de la sociedad emisora, informando a ésta los acuerdos del sindicato que representa y solicitando a la respectiva junta los informes que a su juicio o al de la asamblea de obligacionistas, interesen a éstos (artículo 325 inciso 3 de la NLGS);
  - o) Presentación de información a la CONASEV: en el caso que se realice una emisión de obligaciones mediante oferta pública, el Representante de los Obligacionistas deberá cumplir con remitir a la CONASEV y, en su caso, a la entidad encargada de la conducción del mecanismo centralizado de negociación donde los valores se encuentren inscritos, información relacionada con las condiciones de la emisión o ventas no determinadas que dependan del procedimiento de colocación o venta; el número y monto de los valores colocados o vendidos en valor nominal; la reducción del número de valores en circulación a través de rescate, redención, entre otras posibilidades; las modificaciones de las condiciones de la emisión o venta, de ser el caso, todo ello de acuerdo a lo establecido en la ley (artículo 24 incisos d, e, f y h y Segunda Disposición Final del Reglamento);
  - p) Preparación y presentación de informe a la CONASEV: del mismo modo, también cuando se trate de una emisión de obligaciones por oferta pública, el Representante de los Obligacionistas deberá preparar y presentar a la CONASEV un informe sobre el cumplimiento de las condiciones de la emisión o venta, preparándolo de acuerdo a lo que disponga la Gerencia General de la CONASEV y la ley (artículo 24 inciso g) y Segunda Disposición Final del Reglamento); según la Exposición de Motivos del Reglamento, las obligaciones expuestas en los incisos o) y p) del presente artículo, contribuyen al funcionamiento más eficiente de los mecanismos de control, instaurándose mecanismos orientados a que agentes privados, como es el caso del Representante de los Obligacionistas, asuman parte de la tarea de supervisión, sustituyendo a la sociedad emisora en la obligación de informar acerca del cumplimiento de las condiciones de la emisión y otros aspectos vinculados. Asimismo, contribuyen a disminuir los costos para la preparación de información posterior a la inscripción o registro, toda vez que se elimina la obligación de contar con una sociedad auditora en la preparación del informe acerca del cumplimiento de las condiciones de la emisión, dejando tal responsabilidad al ofertante o al Representante de los Obligacionistas, en caso de emisión de bonos.

- q) Intervenir en los sorteos periódicos: en algunas emisiones puede establecerse un tratamiento que contemple diferencias entre las obligaciones en cuanto a la conversión gradual de obligaciones en acciones, entre otros supuestos, dentro de fechas u otras condiciones establecidas en el contrato respectivo, recurriéndose al sistema de sorteos para no perjudicar a algunos obligacionistas en beneficio de otros. El Representante de los Obligacionistas debe intervenir en tales sorteos celebrados en relación con los títulos, cautelando los derechos de los obligacionistas, de acuerdo con los plazos y forma prevista en la escritura pública del contrato de emisión, con la presencia de notario público, quien extenderá el acta correspondiente (artículos 325 inciso 4 y 329 de la NLGS);
- r) Vigilar el pago de los intereses y del capital: indudablemente, este es uno de los actos de mayor trascendencia en la operación de emisión de obligaciones y, en tal sentido, la vigilancia que debe ejercer el Representante de los Obligacionistas respecto al pago de los intereses y capital de acuerdo a las condiciones del contrato de emisión deberá ser estricta y de su correcto cumplimiento dependerá en gran parte el éxito de la operación. Sin embargo, debemos recordar que dicho representante asume una obligación de medios y no de resultados, motivo por el cual el pago no es responsabilidad suya, salvo que se compruebe que actuó con dolo o culpa inexcusable (artículo 325 inciso 4 de la NLGS);
- s) Supervisión de la conversión de obligaciones en acciones: el Representante de los Obligacionistas deberá exigir y supervisar el proceso de conversión de las obligaciones en acciones, siempre que se haya pactado tal posibilidad en el contrato de emisión o se haya llegado a un acuerdo en tal sentido con posterioridad al mismo entre la sociedad emisora y la asamblea de obligacionistas (artículos 315, 316, 317, 322 inciso 2, 323 segundo párrafo, 325 inciso 8 y 330 inciso 5 de la NLGS);
- t) Convocar a junta de accionistas o de socios por mora: en caso que la sociedad emisora se retrase más de ocho días naturales, de acuerdo con los plazos establecidos en el contrato de emisión, en el pago de los intereses vencidos o en la amortización del capital, entonces el Representante de los Obligacionistas deberá convocar a la junta de accionistas o de socios, según sea el caso, a la brevedad posible, a fin de solucionar tal situación (artículo 325 inciso 7 de la NLGS);
- u) Ejecutar las garantías de la emisión: relacionada con el inciso precedente, se encuentra la facultad que tiene el Representante de los Obligacionistas para ejecutar las garantías específicas de la emisión en caso que se produzca la demora de la sociedad emisora en el pago de los intereses o del principal, debiendo informar previamente a la asamblea de obligacionistas sobre tal ejecución o pudiendo omitir dicha convocatoria en caso que las circunstancias o la naturaleza de los bienes constituidos en garantía exijan su ejecución inmediata (artículo 327 de la NLGS); y,
- v) Inicio y prosecución de acciones legales: el Representante de los Obligacionistas, en tanto representante legal del sindicato, tiene la facultad para iniciar y proseguir pretensiones judiciales y extrajudiciales, especialmente, aquéllas que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudado, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y la práctica de actos conservatorios, todo ello a efectos de conseguir su objetivo, cual es la protección de los intereses de los obligacionistas. Si el Representante de los Obligacionistas no inicia las correspondientes acciones legales en caso de demora en el pago de los intereses o del principal por parte de la sociedad emisora, dentro del plazo establecido por la ley, entonces cualquier obligacionista podrá interponer individualmente la demanda en proceso ejecutivo a fin de ejecutar las garantías en beneficio de todos los obligacionistas impagos (artículos 325 inciso 11, 326 y 328 de la NLGS y 92 inciso d de la NLMV);

Adicionalmente a los actos establecidos por la legislación pertinente, expuestos líneas arriba, cabe recordar que la escritura pública de emisión o la asamblea de obligacionistas podrán conferirle o atribuirle al Representante de los Obligacionistas, las facultades, derechos y responsabilidades que consideren convenientes o necesarias, siempre que no transgredan las disposiciones legales de carácter imperativo (artículo 325, último párrafo, de la NLGS).

Finalmente, cabe señalar que se considerará nula cualquier estipulación destinada a limitar las funciones del Representante de los Obligacionistas o su responsabilidad frente a los obligacionistas (artículo 92, último párrafo, de la NLMV).

### **8. Responsabilidad del Representante de los Obligacionistas**

Tal como se ha señalado anteriormente, compartimos la posición de Lazo y De Romaña en el sentido de que la actuación del Representante de los Obligacionistas, destinada a la protección de los intereses de los

obligacionistas, es de medios y no de resultados, es decir, que si bien despliega sus esfuerzos como si fuese un ordenado comerciante, no garantiza el éxito final de la operación de emisión de obligaciones, toda vez que la responsabilidad podría recaer en la sociedad emisora, en la misma asamblea de obligacionistas o en la masa de obligacionistas, e inclusive en coyunturas económicas generales o de otra índole.

La inexistencia de una disposición expresa en nuestra legislación que regule la eventual responsabilidad en que incurra el Representante de los Obligacionistas, nos lleva a intentar ubicar normas supletorias para tal supuesto. En tal sentido, somos de la opinión de que le serían aplicables las disposiciones sobre responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima contemplados en la NLGS.

Al respecto, Elías sostiene que "(...) es preciso señalar que la LGS no establece en forma explícita precisiones sobre la diligencia con la que debe desempeñarse el representante, lo que no impide que se le pueda imputar responsabilidad tanto por dolo como por culpa."<sup>28</sup>

Asimismo, Lazo y de Romaña señalan lo siguiente: "Podría alegarse que no habiendo norma expresa que regule la responsabilidad civil del representante de los obligacionistas podría aplicarse supletoriamente lo dispuesto por el artículo 1969 del Código Civil para responsabilidad contractual y extracontractual, con lo cual no sería necesario acudir a la analogía. Sin embargo, en nuestra opinión la supletoriedad no sería aplicable en este caso concreto debido a la naturaleza mercantil y el grado de sofisticación de las operaciones que realiza el representante de los obligacionistas difiere sustancialmente de la responsabilidad por actos civiles que regula el Código Civil."<sup>29</sup>

### 9. Excepciones a la intervención del Representante de los Obligacionistas

Si bien la regla general establece como condición para la legalidad de la operación de emisión de obligaciones la designación del Representante de los Obligacionistas, existen dos supuestos de excepción en relación con la intervención de dicha figura jurídica: la emisión de obligaciones a ser colocadas en el extranjero y la emisión de obligaciones como instrumentos de corto plazo.

En el caso de la primera de las excepciones, la emisión de obligaciones deberá colocarse íntegramente en el extranjero. En tal sentido, la junta de accionistas o de socios, dependiendo del tipo de sociedad, puede acordar que en la escritura pública de emisión respectiva se establezca un régimen especial, diferente al previsto en la legislación nacional y, en tal sentido, existe la posibilidad de que prescinda de la intervención del Representante de los Obligacionistas, del sindicato de obligacionistas y de cualquier otro requisito exigible para las emisiones a colocarse en territorio nacional, sin limitación alguna, de acuerdo con los artículos 311 de la NLGS y 2 de la NLMV.

Asimismo, cuando se realice una emisión de obligaciones como instrumentos de corto plazo mediante oferta pública, puede exceptuarse a dicha operación de la necesidad de contar con un Representante de los Obligacionistas en el momento de efectuarse la emisión, siempre y cuando la sociedad emisora se comprometa expresamente en el respectivo contrato a convocar a la asamblea de obligacionistas; del mismo modo, se contempla la posibilidad de prescindir del sindicato de obligacionistas, siendo los propios obligacionistas quienes ejercerán sus derechos individualmente e, inclusive, puede eliminarse el requisito de escritura pública, de conformidad con los numerales 1, 2 y 5 del inciso b) del artículo 4 del Reglamento.

De acuerdo con la Exposición de Motivos del Reglamento, la razón de tales excepciones es la de reducir los costos de utilización de obligaciones como instrumentos de corto plazo, recurriéndose a la transparencia del mercado a fin de sustituir los mecanismos de seguridad que encarecen excesivamente su uso, más aún teniendo en cuenta su breve plazo de duración, el cual es no mayor a un año.

Sin embargo, queda a salvo el derecho de los obligacionistas de designar a un Representante de los Obligacionistas si lo consideran pertinente, el cual se sujetará a todas las disposiciones establecidas por la normatividad aplicable.

La Exposición de Motivos del Reglamento sostiene que deben ser los propios mecanismos del mercado quienes determinen en este caso la necesidad de la presencia o no del Representante de los Obligacionistas, razón por la cual se respeta el derecho de los obligacionistas de decidir su nombramiento, mediante la correspondiente convocatoria que pueden solicitar que realice a la sociedad emisora.

<sup>28</sup> ELÍAS, Enrique. Op. Cit. p. 659.

<sup>29</sup> LAZO, Jorge y DE ROMAÑA, Fátima. Op. Cit. p. 141.