

ASPECTOS ESENCIALES DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES EN LA NUEVA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Enrique Elías Laroza

TEMARIO: 1.- Marco general. 2.- Naturaleza jurídica y definición de las obligaciones. 3.- Clases de obligaciones. 4.- Denominación de las obligaciones. 5.- Las obligaciones como títulos de crédito de carácter causal. 6.- Las obligaciones como valores mobiliarios. 7.- Obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta. 8.- La homogeneidad de las emisiones de obligaciones. 9.- Ratio legis del artículo 305. 10.- El importe total de la emisión. 11.- El patrimonio neto de la sociedad emisora. 12.- Las excepciones al límite fijado.

Para analizar en profundidad los aspectos esenciales de las emisiones de obligaciones en la nueva Ley General de Sociedades, es necesario comentar los artículos 304 y 305 de la Ley, que son los que regulan los caracteres básicos y las limitaciones generales de las emisiones de obligaciones.

ARTICULO 304.- EMISION

“La sociedad puede emitir series numeradas de obligaciones que reconozcan o creen una deuda a favor de sus titulares.

Una misma emisión de obligaciones puede realizarse en una o más etapas o en una o más series, si así lo acuerda la junta de accionistas o de socios, según el caso”.

ARTICULO 305.- IMPORTE

“El importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no podrá ser superior al patrimonio neto de la sociedad, con las siguientes excepciones:

- 1. Que se haya otorgado garantía específica; o,*
- 2. Que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad; o,*
- 3. En los casos especiales que la ley lo permita”.*



1.- Marco general

Con el artículo 304 se inicia el Título I del Libro Cuarto, referido a las normas complementarias de la Ley, aplicables a todas las formas societarias en ella previstas. La ubicación de la sección sobre emisión de obligaciones dentro de este libro significa una novedad, puesto que la anterior LGS se ocupaba de este tema en el Título IX de su Sección Tercera, destinado a regular solamente a la sociedad anónima. En consecuencia, la nueva ubicación que le ha dado el legislador al capítulo que nos ocupa no deja dudas de que toda sociedad que se encuentra dentro del ámbito de la nueva Ley está facultada a emitir obligaciones. Cabe destacar que ello concuerda con el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861, que autoriza a todas las personas jurídicas de derecho privado a emitir bonos.

De la lectura del artículo 304 resulta también explícito que la decisión de emitir obligaciones constituye una prerrogativa exclusiva de la junta de accionistas o de socios, según corresponda al tipo de sociedad. Al respecto, Fernando Sánchez Calero¹ precisa que ello se debe a que el régimen de la emisión de las obligaciones pretenden cumplir no solamente con la tutela de los suscriptores, sino, además, con la preocupación que entraña el endeudamiento de importancia a cargo de la sociedad, razón por la cual la decisión no es dejada en manos de sus administradores sino de sus socios o accionistas. Ello no obsta para que el artículo 312 faculte a la junta para delegar en el órgano administrador la adopción de las decisiones necesarias para ejecutar la emisión.

Como señalan Rodrigo Uría² y Antonia Brunetti³, la emisión de obligaciones es un instrumento utilísimo para levantar capitales. Si bien para la sociedad el aporte de capital resulta menos oneroso que la emisión

¹ Sánchez Calero: "Instituciones de Derecho Mercantil". Editoriales de Derecho. Madrid. 1992. Pág. 340.

² Garrigues-Uría: "Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas". Tercera Edición. Aguirre, Madrid. 1976. Tomo II. Pág. 391.

³ Brunetti: "Tratado del Derecho de las Sociedades". Uteha. Buenos Aires. 1960. Tomo II. Pág. 547.



de obligaciones, ello no es necesariamente lo más conveniente para sus socios o accionistas. Por ejemplo, en el caso de que sea corto, carece de sentido que se obtenga mediante un aporte de los socios.

De otro lado, el riesgo de dilución, la ausencia de recursos propios o la consideración de que éstos pueden tener una colocación alternativa más beneficiosa, pueden ser razones que animen u obliguen a los socios a acceder al crédito en lugar de un aumento de capital. Y frente a otras alternativas de crédito, la emisión de obligaciones ofrece la gran posibilidad de acceder directamente al público, sin tener que recurrir a la mediación financiera.

Aparentemente, la ventaja para la sociedad emisora y los titulares de las obligaciones es evidente: la primera tiene la posibilidad de pagar intereses menores a los de las empresas bancarias y financieras; los segundos tienen acceso a intereses más altos que el que recibirían por sus depósitos en dichas empresas.

Sin embargo, esto no es tan simple como parece. El factor riesgo juega además un rol preponderante. Una razón por lo cual los intereses ofrecidos a los obligacionistas por las sociedades emisoras son más altos que los que reciben los ahorristas de los bancos, es por que en los segundos hay un menor riesgo que en los primeros. Y siguiendo los principios elementales de la teoría económica, a mayor riesgo en la inversión corresponde un mayor retorno para que resulte atractiva al mercado. Esta premisa explica las diferencias en las tasas de interés ofrecidas por distintas sociedades emisoras, las que dependen de la situación económica y financiera del emisor, así como de factores tales como su participación en el mercado y aspectos propios del sector al cual pertenecen. Por lo tanto, es perfectamente posible que para determinadas sociedades una emisión exitosa de sus obligaciones requiera de tasas de interés superiores a las tasas activas ofrecidas por los bancos, ya que la ventaja de estas últimas es que son de aplicación al público en general y no al deudor específico, a diferencia de las obligaciones.



Al respecto, Francesco Messineo concluye:

"En efecto, en lugar de aumentar el capital, o de recurrir momentáneamente al crédito, el cual sirve para las necesidades corrientes, la sociedad por acciones que tenga necesidad de dinero para operaciones o inversiones de larga duración, o por otras razones, puede recurrir a la emisión de un empréstito, a colocarse entre el público de los ahorradores. De este modo, el ahorro concurre en una nueva forma, diversa (o sea, temporal) de la suscripción de acciones, a la financiación de la sociedad por acciones. El obligacionista es, por consiguiente, un acreedor a largo vencimiento; y, por tanto, interesado, durante un cierto tiempo, en que la sociedad sea solvente".⁴

2.- Naturaleza jurídica y definición de las obligaciones

En nuestra opinión son tres los caracteres esenciales de las obligaciones: **a)** Cada obligación representa una parte alicuanta (o no necesariamente alicuota) de un crédito; **b)** Su naturaleza de valor mobiliario, no siempre representado por un título; **c)** Es un valor que confiere al titular un conjunto de derechos y obligaciones especiales que le otorgan un status de obligacionista.

Esos caracteres esenciales distinguen a las obligaciones del contrato de mutuo ordinario. Ellas representan derechos fungibles emitidos en serie, que reflejan partes de un crédito, el mismo que, como admite la doctrina, puede ser anterior o simultáneo con la emisión. Es por ello que el artículo 304, bajo comentario, se refiere expresamente a las obligaciones que "reconozcan o creen una deuda", a favor de sus titulares. Sin embargo, ello no le resta carácter contractual a la emisión de obligaciones, en lo cual se asemeja al mutuo, teniendo en cuenta que la primera se expresa en un contrato de emisión, celebrado entre la sociedad y el representante de los obligacionistas.

José María Martínez Val:

"No hay duda, pues, de que estamos ante unas relaciones de evidente carácter contractual, aunque muy complejas. El contrato de emisión que otorgan de una parte la

⁴ Messineo: "Derecho Civil y Comercial". Ediciones Europa-América. Buenos Aires. 1971. Tomo V. Pág. 424.



representación de la sociedad y de otra el Comisario, se nos aparece como bilateral, conmutativo, oneroso, de adhesión y formal, si hemos de atenernos a las categorías clásicas". ... "Por su contenido, este contrato aparece como de préstamo mutuo, aún cuando de características muy especiales".⁵

Vivante, citado por Antonio Brunetti, considera que las obligaciones se distinguen del mutuo ordinario en que: **a)** Su volumen se divide entre un gran número de mutuantes, que pueden ser tantos cuanto las obligaciones emitidas; **b)** El reembolso es mayor que la suma mutuada, por la diferencia que puede existir entre el valor nominal y el de emisión; y **c)** La prueba del crédito es un título, nominativo o al portador⁶. Al respecto, consideramos, al igual que Rodrigo Uría, que lo importante para la diferenciación es la pluralidad de los títulos, más que el número de mutuantes. Por otra parte, creemos que la diferencia entre el valor nominal y el de emisión tampoco es sustancial, desde que en el mutuo ordinario puede darse también una diferencia entre la suma mutuada y el reembolso.

Por su parte, Rodrigo Uría, en el mismo análisis, rechaza la similitud de la emisión de obligaciones tanto con el contrato de mutuo como con el de compra-venta, que propugnan diferentes sectores de la doctrina. En el primer caso, porque el préstamo es un "contrato real que se perfecciona entregando la cosa prestada y en el contrato de emisión no se entrega nada". En cuanto a la compra-venta, sostiene que en la emisión de obligaciones "la sociedad no se limita a entregar unos títulos a cambio de un precio, sino que esos títulos se crean precisamente por consecuencia del contrato y éste liga y vincula a la sociedad con los suscriptores a una serie de deberes que nada tienen que ver con la obligación de entregar y la responsabilidad por saneamiento típicas del contrato de compra-venta". Así, Rodrigo Uría concluye:

"Por eso, mejor que esforcarse por incluir el contrato en una de las categorías tradicionales, será estimar que estamos ante un contrato de características propias y especiales: el contrato de emisión de que habla la ley".⁷

⁵ Martínez Val: "Derecho Comercial". Bosch. Barcelona. 1979. Págs. 209-210.

⁶ Brunetti: Ob. Cit. Pág. 548.

⁷ Garrigues-Uría: Ob. Cit. Pág. 535.

A una conclusión similar llega Tullio Ascarelli:

*"La doctrina tradicional no se ha planteado estos problemas, pero se ha preguntado si la emisión de las obligaciones constituye una venta o un mutuo, inclinándose preferentemente a esa segunda tesis. En realidad, puesto que la emisión (o mejor, dada la teoría que a mí me parece preferible en la doctrina general de los títulos de crédito, la creación) de las obligaciones constituye un acto autónomo y distinto respecto de la preexistente relación fundamental, no se puede, a su respecto, hablar ni de mutuo ni de venta".*⁸

Estamos de acuerdo con la posición de Uría y de Ascarelli, pero consideramos, a mayor abundamiento, que los tres caracteres esenciales de la emisión de obligaciones, señalados más arriba, al iniciar el análisis del tema que nos ocupa, representan una diferencia sustancial con cualquier forma contractual tradicional.

En cuanto a su naturaleza intrínseca, hemos señalado que las obligaciones tienen la calidad de valores mobiliarios y, según algunos autores, salvo que sean representadas por anotaciones en cuenta, la de títulos valores negada por un importante sector de la doctrina, pues las obligaciones carecen de los requisitos de literalidad y de autonomía que se consideran sustanciales en los títulos valores. Al respecto, ampliaríamos estos conceptos más adelante, en este mismo comentario.

Por su parte, Fernando Sánchez Calero:

*"La emisión es el resultado de un proceso que se inicia con el acuerdo de la sociedad de emitir obligaciones, que ha de ser recogido en escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil, y culmina con la suscripción de las obligaciones y entrega de títulos."*⁹

A esta cita de Sánchez Calero sólo falta añadirle que cuando se trata de obligaciones representadas por métodos de informática, el proceso culmina con el registro de aquellas en la institución de compensación y liquidación de valores que corresponda.

⁸ Ascarelli: "Sociedades y Asociaciones Comerciales". Editor. Buenos Aires. 1947. Pág. 346.

⁹ Sánchez Calero: Ob. Cit. Pág. 344.



En conclusión, teniendo en cuenta los caracteres esenciales de las obligaciones, que hemos analizado anteriormente, consideramos que ellas pueden definirse 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.

3.- Clases de Obligaciones

El artículo 304 incluye con la calidad de obligaciones a los derechos representativos de deudas que se emitan en series numeradas. Ello excluye, por ejemplo, a las emisiones de pagarés o letras de cambio, criterio que ha sido recogido por el artículo 82 de la ley del Mercado de Valores, el que expresamente establece que no están comprendidos en el ámbito de la LGS las letras y pagarés que sean emitidos y colocados por oferta pública o privada, cualquiera sea su plazo. La decisión legislativa antes mencionada coincide con la posición mayoritaria de la doctrina que, correctamente en nuestra opinión, considera que no deben identificarse esos documentos con las obligaciones.

Al respecto, José Enrique Cachón Blanco:

*“Los primeros problemas del concepto surgen a primeros de los años ochenta con la negociación de los denominados activos financieros y que implicaban básicamente la utilización en el ámbito financiero de instrumentos comerciales tradicionales como las letras de cambio y los pagarés. La causa de la creación de dichos instrumentos era la previa entrega de fondos por el tomador de los mismos a la entidad librada. La emisión se producía en masa, pero no existía el concepto de serie, aún cuando fueran de características iguales, dado de que no se trataba en sentido estricto de obligaciones”.*¹⁰

¹⁰ Cachón Blanco: “Análisis Jurídico de los Conceptos de Valor Negociable e Instrumento Financiero”, Revista de Derecho Mercantil. España. No. 221. 1996. Pág. 821.

Acto seguido, Cachón Blanco refiere que Otero Lastres *"inicio el estudio del controvertido tema de la equiparación o no de pagarés de empresa y obligaciones, pronunciándose en sentido negativo a dicha identificación"*.¹¹

En lo relativo a la clasificación de las obligaciones, la doctrina admite las siguientes clases:

a) Normativas o al portador (siempre que se trate de obligaciones representadas por títulos o certificados).

b) Obligaciones simples o con derechos a ser convertidas en acciones o con opción a ser redimidas con otros activos ("bonos warrant").

c) Obligaciones ordinarias o con garantía específica. Las ordinarias están respaldadas por el patrimonio de la sociedad emisora, mientras que las garantizadas cuentan, además, con garantías especiales (artículo 307 de la Ley).

d) Obligaciones con primas o sin ellas, según hayan sido pagadas por debajo del valor nominal o si establecen primas o reajustes especiales.

e) Con redención fija, con redención variable o con opción de rescate.

f) Obligaciones a corto plazo, a mediano plazo o a largo plazo.

g) De interés constante o de interés variable, de cupón cero o de intereses indexados.

De conformidad con el artículo 86 de la ley del Mercado de Valores, toda oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor de un año sólo puede efectuarse mediante bonos. Nada impide, sin embargo, que se emitan otras obligaciones por plazos mayores, cuando no sean objeto de oferta pública.

¹¹ Otero Lastres, citado por Cachón Blanco, "Reflexiones sobre los Pagarés de la Empresa". La Ley, 1985, Tomo I, Págs. 1146 y ss.



4.- Denominación de las obligaciones

No existe un criterio aceptado sobre las distintas denominaciones que se utilizan para las obligaciones. Para algunos, "obligación" es un nombre genérico que las engloba a todas, mientras que cada emisión debe referirse al nombre concreto de las que son su objeto: bonos, debentures, cédulas o cualquier otro. Para la mayoría, en cambio, obligación es una denominación concreta de estos instrumentos, emitidos en series o etapas, con lo que el nombre que puede emplearse en cada emisión puede ser bono, obligación, debenture, cédula o cualquier otro. Sin embargo, ambos casos, no existen reglas concretas para diferenciar las distintas denominaciones mencionadas anteriormente, fuera de las diversas costumbres imperantes en cada medio. Por ejemplo, en España es frecuente considerar que la obligación es a largo plazo y el bono a plazo más corto, diametralmente opuesto al que emplea el artículo 86 de nuestra ley del Mercado de Valores, que hemos mencionado en el punto anterior.

Las denominaciones más utilizadas son las de obligación a secas, bono, debenture o cédula (esta última generalmente con garantía hipotecaria). La costumbre cambia de país a país. En algunos se denominan solamente bonos, en otros se considera que el debenture es únicamente una obligación de corto plazo, en otros se propugna la utilización de obligaciones como término único. En la legislación argentina se les califica principalmente como debentures, aunque también se contempla el término obligaciones, Pero en ninguno de ellos se establecen claramente las diferencias.

Rodrigo Uría considera, correctamente en nuestra opinión, que no es lo importante la denominación que se emplee, sino el régimen legal al que deben someterse las obligaciones que tengan las características que la ley señala, cualquier sea su nombre:

"Si la ley admite la diversidad de denominaciones es porque hacerla desaparecer, obligando a todos los títulos emitidos en serie que reconozcan o creen una deuda a denominarse exclusivamente obligaciones, sólo serviría para complicar una situación que hoy está perfectamente clara desde el



*momento en que somete a todos esos títulos, cualquiera que sea su denominación, al régimen legal de las obligaciones”.*¹²

Es el mismo criterio que emplea nuestra Ley en su artículo 304, al no exigir denominaciones específicas, dejando enteramente libre la utilización de los nombres que se consideren adecuados para cada emisión, de acuerdo a la constante evolución de las costumbres y del mercado financiero.

5.- Las obligaciones como títulos de crédito de carácter causal

Señala Arturo Valencia Zea que tratándose de créditos incorporados en un documento es posible distinguir entre documentos causales y documentos abstractos, En los primeros, la causa (contrato causal) y el efecto (el crédito) forman una unidad solidaria.

*“...lo que afecta a la causa afecta al efecto. Así si se declara la nulidad del contrato productor de las obligaciones, cesan de existir éstas; si uno de los contratantes no cumple con sus obligaciones, el otro queda exonerado de cumplir con las suyas”.*¹³

Los segundos, o sea los documentos abstractos, se caracterizan porque se separan de la causa que les da vida. Dicho en otras palabras, se rompe el nexo entre causa y efecto, adquiriendo el documento una vida independiente del contrato que lo origina. Los documentos abstractos son precisamente los títulos valores.

En la época de los esfuerzos de separación del Derecho Civil con el Derecho Mercantil le correspondió al Código Civil regular los documentos causales. Los abstractos se encomendaron a la Ley de Títulos Valores 16587, que fue promulgada como una parte del Código de Comercio.

Un título valor es un instrumento en el cual el derecho está incorporado de tal manera al documento que resulta imposible ejercerlo o transferirlo independientemente del título. A esta definición, el

¹² Garrigues-Uría: Ob. Cit. Pág.501.

¹³ Valencia Zea: "Derecho Civil". Quinta Edición. Temis. Bogotá 1978. Tomo III. Págs. 458-460.



artículo 1 de la ley 16587 agrega que únicamente son títulos valores aquellos documentos que estén destinados a la circulación y reúnan los requisitos formales esenciales que por imperio de la ley les correspondan, según su naturaleza.

José Enrique Cachón Blanco:

*"La esencia práctica del título valor es, pues, su materialidad o existencia física, es decir, la necesidad de su posesión, entrega, y exhibición para el ejercicio y disfrute de los derechos incorporados al mismo."*¹⁴

Tradicionalmente se ha atribuido a los valores tres caracteres esenciales: **(i)** La **necesidad de la posesión** del título, como elemento indispensable para el ejercicio de los derechos del mismo; **(ii)** La **literalidad** del derecho, que determina que la integridad de los derechos que concede se expresen exclusivamente en el contenido del título mismo y no en base a otros instrumentos; y **(iii)** La **autonomía** del derecho, que establece que cada titular tiene un derecho que le es propio y que es independiente de los titulares anteriores.

Las obligaciones, estén representadas por títulos, por anotaciones en cuenta o por cualquier otro método que permita la ley, carecen evidentemente de los requisitos de literalidad y de autonomía propios de los títulos valores. No son títulos abstractos. Los títulos de obligaciones (o las obligaciones a secas) son valores mobiliarios de carácter causal, pues están inexorablemente unidos al contrato de emisión. Si se declara la nulidad del citado contrato, será imposible para el obligacionista el ejercicio de sus derechos como tal. Podrá exigir el pago de lo que se le adeuda, como un acreedor común, pero no estará protegido por el status de obligacionista el ejercicio de sus derechos como tal. Podrá exigir el pago de lo que se le adeuda, como un acreedor común, pero no estará protegido por el status de obligacionista. Por ello, algunos los denominan títulos valores imperfectos o incompletos, posición que no compartimos pero que no deja de tener interesantes fundamentos.¹⁵

¹⁴ Cachón Blanco: Ob. Cit. Pág. 803.

¹⁵ Cachón Blanco: Ob. Cit. Págs. 796-801.

Rodrigo Uría sustenta el elemento causal en los títulos de obligaciones:

"Con eso queda notoriamente disminuida la nota de literalidad peculiar de los títulos-obligaciones y se causa claramente su carácter de título causal. El carácter causal se deduce claramente del número 3 del artículo 112, cuando exige que en el título se haga constar la fecha de la escritura de emisión y la designación del notario y protocolo respectivo"... "El carácter causal del título-obligación ha de entenderse referido justamente a ese negocio de emisión; pero no excluye, como ya tuvimos ocasión de indicar, que la emisión misma pueda traer origen de muy diferentes causas, que normalmente no llegarán a deducirse del propio título".¹⁶

No hay duda, pues, en nuestra opinión, sobre la causalidad de las obligaciones, referidas siempre al contrato de emisión que es su origen. Sin embargo, como bien lo señala Uría en la cita anterior, "la emisión misma puede traer origen de muy diferentes causas", no deducibles del título. ¿No sería correcto, en tal virtud, diferenciar **el título de obligación** (causal) del **crédito** al que da derecho (que, ese sí, de naturaleza abstracta)? Con respecto a la condición abstracta del crédito, Tullio Ascarelli es categórico:

"El crédito es un crédito abstracto; la sociedad puede emitir obligaciones bien contra desembolso de sumas a título de mutuo, bien como garantía o como pago de sus deudas anteriores, bien por cualquier otra causa. La asunción de la deuda en vía de obligación puede tener lugar por cualquier causa y representa, por tanto, un acto abstracto, jurídicamente distinto de la relación fundamental por la cual tiene lugar".¹⁷

Tema interesante para la reflexión, éste de la dualidad que puede presentarse en la calificación de las obligaciones en tanto que son títulos vinculados a un contrato de emisión (o sea títulos causales) y en cuanto representan un derecho (abstracto) de crédito, que puede tener los más diversos orígenes.

¹⁶ Garrigues-Uría: Ob. Cit. Págs. 496-497.

¹⁷ Ascarelli: Ob. Cit. Pág. 344.



6.- Las obligaciones como valores mobiliarios

El artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores, define como valores mobiliarios a:

"...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".

Cuando el artículo 304 de la LGS señala que la sociedad puede "emitir series numeradas de obligaciones" no está haciendo otra cosa que precisar que lo que es objeto de su regulación es la emisión masiva y no singular de títulos representativos de obligaciones.

Cabe destacar que el carácter de valor mobiliario de las obligaciones, es decir, derechos emitidos en serie o masivamente, las distingue de los títulos valores aislados, en que: **a)** La obligación no representa el total del crédito, a diferencia del título valor aislado; y **b)** En el caso de los títulos valores aislados, existe un negocio causal que sirve de base para la emisión del documento cambiario autónomo, en tanto que en el caso de las obligaciones, como señala Rodrigo Uría:

*"...el valor mobiliario se conecta directamente al acto jurídico de su creación, de forma tal que no constituye un negocio jurídico de ejecución de un negocio jurídico causal".*¹⁸

Sin perjuicio de lo anteriormente señalado, Rodrigo Uría precisa que, al no prohibirlo la ley, es posible estipular en el contrato de emisión limitaciones a la transmisión de las obligaciones, las mismas que deben reputarse lícitas cuando no supriman de modo absoluto su circulación¹⁹. Este criterio ha sido expresamente recogido por el artículo 313 de la LGS, cuando establece que las obligaciones "son transferibles con sujeción a las estipulaciones contenidas en la escritura pública de emisión". En el caso de obligaciones con limitaciones a su transmisibilidad, estas perderían su calidad de valores mobiliarios y, por ende, la posibilidad de ser objeto de

¹⁸ Garrigues-Uría: Ob. Cit. Pág. 496.

¹⁹ Garrigues-Uría: Ob. Cit. Pág. 498.



oferta pública, de conformidad con la normativa de la ley del Mercado de Valores.

7.- Obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta

Cuestión aparte es el tema de la desmaterialización de los títulos de crédito, que ha llevado a que estos puedan ser representados mediante anotaciones en cuenta. A esta forma se le conoce también como representación informática o sistema tabular.

A ello se debe que, a diferencia del artículo 226 de la LGS anterior, que empezaba señalando que la sociedad podía "emitir títulos representativos de obligaciones, con garantías específicas o sin ellas, en series impresas y numeradas", el artículo 304 de la nueva LGS se ha cuidado de utilizar la palabra "títulos" y únicamente hace referencia a la emisión de series numeradas de obligaciones. Ello por cuanto, en concordancia con el artículo 313 de la LGS, se reconoce un sistema alternativo al de la representación cartular, que es el de las anotaciones en cuenta.

Esta forma representativa de derechos escapa al concepto de "título valor" y cuenta con un régimen jurídico propio, análogo al de los títulos valores, al que añade los principios del derecho registral inmobiliario²⁰. A diferencia de los títulos valores, en el caso de los derechos representados por anotaciones en cuenta la legitimación se da por la inscripción. Los valores nacen con su inscripción en el registro contable y su transferencia no se realiza mediante tradición sino informáticamente (por transferencia contable).

*"...aún cuando el régimen jurídico sea específico para las anotaciones en cuenta, tratándose éstas de realidades jurídico-materiales análogas, el legislador busca que el resultado final sea el mismo en el caso de títulos y en el de anotaciones en cuenta. Si no existiera dicha definición legal de efectos, al no ser las anotaciones en cuenta títulos-valores, habría que aplicar las normas generales cesiones de crédito."*²¹

Por este motivo, Cachón Blanco resalta que los tiempos actuales requieren la existencia de una supra-categoría

²⁰ Chacón Blanco: Ob. Cit. Pág. 815.

²¹ Chacón Blanco: Ob. Cit. Pág. 810.



que comprenda tanto al sistema cartular como al tabular, ya que ambos constituyen formas equivalentes de representación de los valores mobiliarios, proponiendo extraer de la doctrina alemana la aceptación "derecho-valor" que comprendería:

- *derechos-valores emitidos individualmente: título valor;*
- *derechos-valores emitidos en masa (no necesariamente en series) y homogéneos. Son los valores mobiliarios, no en el sentido clásico de submodalidad del título valor, sino concebidos en sentido moderno o amplio y que, a su vez, pueden estar:*
 - *representados mediante títulos, y a los que sería posible aplicar la doctrina clásica propia de los títulos valores;*
 - *representados mediante anotaciones en cuenta y a los que no sería posible aplicar dicha doctrina de los títulos-valores, sino el régimen jurídico específico propio de las anotaciones en cuenta"*²²

Si bien la legislación peruana no ha introducido una categoría como la propuesta por Cachón Blanco, sí ha tratado de uniformar el tratamiento de los derechos-valores que son objeto de oferta pública, con prescindencia de su forma de representación. Un ejemplo de esto se encuentra en el artículo 81 de la ley del Mercado de Valores, según el cual los "valores de oferta pública representativos de deuda constituyen títulos de ejecución sin que se requiera su protesto". Adicionalmente, precisa esta norma que cuando se trate de valores representados por anotaciones en cuenta, la condición de título de ejecución recaerá en el certificado que otorgue la institución de compensación y liquidación de valores en donde se encuentre inscrito el valor.

8.- La homogeneidad de la emisión de obligaciones

En consonancia con la doctrina más moderna, la nueva LGS ha eliminado el requisito de igualdad de los títulos, contenido en el artículo 231 de la antigua LGS. En el comentario que hace Rodrigo Uría de este principio de igualdad, que también establecía la derogada Ley de Sociedades Anónimas española de 1951, señala que exige una igualdad absoluta, tanto en la forma como en

²² Cachón Blanco: Concepto del "Wertrecht". Ob. Cit. Págs. 815-816.



el contenido. Al preguntarse si la posibilidad de que la emisión se fraccione o distribuya en distintas series, circunscribía el principio de igualdad al ámbito concreto de cada serie (como ocurre con las acciones), concluyendo que “la ley querido imponer la igualdad de los títulos no sólo dentro de cada serie, sino también de serie a serie”²³. Hoy en día, el tratamiento que hace el legislador de la emisión de obligaciones en la LGS no deja duda de que es posible emitir series con contenidos de valores y derechos diferenciados.

Si bien el principio de igualdad se sustenta en que la emisión masiva de valores requiere que éstos sean fungibles, con características iguales, con el fin de facilitar su transmisión en un mercado organizado, en los últimos años los mercados han visto el lanzamiento cada vez más frecuente de emisiones con distinto contenido de derechos o de valor nominal, o efectuadas de forma dilatada en el tiempo, sin que se prescindiera del principio de emisión única. Son justamente estos dos supuestos los que pueden ser adecuadamente cubiertos mediante la emisión en series (cuando las obligaciones se van a efectuar en forma fraccionada en el tiempo).

Frente al tradicional principio de “igualdad”, la doctrina moderna ha opuesto el de “homogeneidad”. El Real Decreto español de emisiones y ofertas públicas de venta, del 27 de marzo de 1992, contiene en su artículo 4 una definición de este concepto:

“formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones”.

El citado Real Decreto precisa que la homogeneidad no se ve alterada en el supuesto que las diferencias entre los valores de una emisión consistan en el importe unitario; fechas de puesta en circulación, entrega del prospecto, o de fijación de precios; procedimientos de colocación, entregada del prospecto, o de fijación de precios; procedimientos de colocación (incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de

²³ Chacón Blanco: Ob. Cit. Pág. 509.



inversionistas); o el fraccionamiento de la emisión en tramos o previsión de ampliaciones.

Parafraseando la pregunta de Rodrigo Uría, cabe cuestionarse si la eliminación del principio de igualdad podría llevar a interpretar que dentro de una misma serie pueden existir obligaciones con contenidos de derechos distintos entre sí. Entendemos que ello no es posible porque vulneraría el concepto de serie, recogido en el artículo bajo comentario. Si bien no existe una definición del término, creemos que con la nueva LGS éste es similar a las clases en las acciones. Explica Rodrigo Uría que emitir en serie "*significa lanzar al mercado una pluralidad de títulos iguales que representan partes o fracciones de una prestación única de crédito colectivo*"²⁴. Por ende, las obligaciones correspondientes a una determinada serie deben ser iguales entre sí, aunque puedan diferir de los valores representativos de otras series.

Es por esta razón que en la definición de obligaciones propuesta, hacemos referencia a derechos representativos de partes alicuotas de una obligación, ya que al ser posible emitir series con valores nominales distintos éstos no representan partes alicuotas del total.

9.- Ratio legis del artículo 305

El límite máximo impuesto mediante el artículo 305, bajo comentario, prohíbe a las sociedades emitir obligaciones que no tengan un respaldo, en el patrimonio neto de la sociedad, igual o mayor a su importe, regla que admite únicamente las excepciones previstas en la norma. Es evidente que con esta disposición el legislador procura, por encima de todo, la protección del obligacionista.

Nuestra LGS se sitúa dentro de la línea trazada por la mayoría de las legislaciones, con excepción de casos como la ley francesa o la argentina.

Al respecto, Rodrigo Uría señala:

"Desde el Derecho romano a nuestros días el legislador ha buscado y otorgado protección al deudor frente al acreedor, más cuando estamos en el terreno de la emisión de

²⁴ Chacón Blanco: Ob. Cit. Pág. 497.



*obligaciones es el acreedor-obligacionistas el que resulta protegido contra la entidad emisora. La razón está en que la expresión, tantas veces repetida, de que el necesitado de dinero queda a merced de quien se lo da, no siempre es exacta, y lo natural es que el legislador apoye al débil, sea acreedor, sea deudor”.*²⁵

El autor citado precisa que la ley belga de 1873 fue la primera en establecer un límite al importe de las emisiones de obligaciones, seguida de la ley austríaca de 1889, el código portugués, la ley de Títulos y Operaciones de Crédito de México de 1932 y el Código Civil italiano de 1942.

A nivel doctrinario se ha sostenido reiteradamente que la protección de los obligacionistas es una tarea que no puede escapar de la agenda de responsabilidades del Estado. Más de un autor ha destacado, como propósito principal de la sociedad emisora pueda repetir las emisiones para satisfacer con el importe de las posteriores los intereses y amortizaciones de las anteriores, actuando así a expensas del público, o, en general, el evitar la realización de fraudes y la comisión de abusos en la emisión de obligaciones.²⁶

Si bien la protección del obligacionista ha sido la tendencia tradicional de la mayoría de las legislaciones y la doctrina, creemos que es necesario realizar una reflexión más acuciosa sobre el particular.

El desarrollo experimentado por el mercado de capitales a lo largo de los últimos años ha propiciado una serie de cambios en la estructura de la emisión de las obligaciones. Dichos cambios demandan la urgente necesidad de analizar el acostumbrado papel protector del Estado, a la luz de la experiencia de las últimas décadas.

En primer lugar, llama la atención que el artículo 305 de la LGS no restrinja el marco de aplicación de dicho límite al supuesto de emisión de obligaciones por oferta pública, teniendo en consideración que, bajo circunstancias ordinarias, cualquier sociedad es libre de endeudarse sin

²⁵ Chacón Blanco: Ob. Cit. Págs. 493-494.

²⁶ Joaquín Rodríguez: "Tratado de Sociedades Mercantiles". Porrúa. México. 1977. Tomo II. Pág. 237.



más límite que el de la voluntad de sus potenciales acreedores. ¿Qué razón hay para que no exista ningún límite para el endeudamiento privado de una sociedad y que sí se imponga para una emisión privada de obligaciones?.

Hoy en día se reconoce que la protección estatal al inversionista sólo debe operar para el caso en que las sociedades emitan valores mobiliarios a través de una oferta pública. Sólo dentro del marco de una oferta pública de obligaciones o valores mobiliarios puede afirmarse que existe una asimetría de la información, que supone que los administradores y los inversionistas tienen un acceso desigual a la información real sobre la empresa. Esta desigualdad es apreciable en el seno de la relación que vincula a la sociedad emisora y al inversionista estatal. Tal es la posición que recoge nuestra ley del Mercado de Valores.

No obstante, dentro del marco de una emisión de obligaciones a través de una oferta privada, la asimetría de la información prácticamente no existe. En el escenario de una oferta privada, es válidamente asumible que tanto el emisor como el inversionista están situados en posiciones perfectamente equiparables. Más aún, experiencia ha enseñado que, tratándose de inversionistas institucionales, la emisión se condiciona generalmente a la satisfacción de éstos, situación que provoca que la sociedad emisora les remita toda la información que estimen pertinente, En otras palabras, dentro del marco de un oferta privada de valores, la protección al inversionista pierde sentido, toda vez que éste se encuentra protegido por sus propios medios, En consecuencia, el costo que supone el amparo estatal al inversionista que suscribe obligaciones en una oferta privada no es justificable.

En segundo lugar, cabe preguntarse si la exigencia del otorgamiento de una garantía específica es la más adecuada para proteger al obligacionista.

La tendencia moderna de la legislación sigue la influencia filosófica de la economía de mercado, que considera que los individuos pueden, mejor que el Estado, decidir lo que es más conveniente a sus intereses. El rol del Estado no es el de imponer límites o restricciones, sino



el de exigir la transparencia del mercado mediante la entrega de información entre la sociedad y los inversionistas, lo que la ley regula es, justamente, que aquella comunique, en forma veraz, integral y óptima, todo hecho que pueda resultar relevante. Algunos autores llegan incluso al extremo de sostener que la protección estatal, traducida en obligar a la sociedad emisora a informar a sus potenciales inversionistas acerca de las virtudes y defectos del valor a emitirse, pierde sentido si se repara en que el propio mercado se encarga de sancionar a las empresas que omiten ofrecer información a través del precio que se fijará al valor. Una opción interesante es la exigencia contenida en la ley del Mercado de Valores respecto de la clasificación del riesgo del valor a emitirse.

Informar al inversionista acerca del riesgo que asumirá si suscribe un determinado valor, en vez de obligar al emisor a respaldar la emisión con su patrimonio neto o con garantías específicas, tiene plena justificación y encuentra sus razones en que la protección estatal no debe conducir al legislador a sobreponerse a la voluntad de las partes contratantes y prohibir determinadas transacciones. Después de todo, ¿qué otra persona podría encontrarse en mejores condiciones para decidir acerca de la forma en que va a invertir su dinero y sobre el riesgo que para tales efectos va a asumir, si no es el propio inversionista?

Es evidente que la limitación contenida en el artículo 305 de la LGS tiene como consecuencia la reducción del espectro de instrumentos aptos para entrar en circulación, en lugar de dejar que sea el propio mercado el que determine cuales son los valores que encontrarán acogida y cuales no.

10.- El importe total de la emisión

Como es sabido, toda emisión de obligaciones puede, desde su inicio, representar un menor o mayor costo para la sociedad emisora, en función a si las obligaciones han sido colocadas por encima o por debajo de su valor nominal. Así, al igual que en el caso de las acciones, puede hablarse también de obligaciones sobre o bajo la par. En cualquiera de los dos supuestos, surge la duda de cual es el importe que debe tenerse en cuenta para



efectos de la determinación del límite establecido en el artículo bajo comentario; el valor de colocación o el valor nominal. Es frecuente, por ejemplo, en el caso, de instrumentos de corto plazo, la emisión de los bonos cupón cero (**zero coupon bond**), en los que no se contempla el pago de intereses sino su colocación por debajo de la par. El ingreso del obligacionista está determinado exclusivamente por el margen existente entre el valor de colocación y el valor de reembolso. Por su parte, el gasto para la sociedad es justamente dicho margen. Algunas legislaciones, como la española, denominan a este diferencial como "interés implícito". Creemos que ello no es así, por cuanto este descuento se mantiene inalterable sin perjuicio de la oportunidad en que la obligación sea rescatada o reembolsada, lo cual denota su diferencia con el interés, que está estrechamente vinculado al transcurso del tiempo. En todo caso, la consecuencia de una colocación bajo la par es que la sociedad recibe un monto menor al nominal, lo que puede, siguiendo el criterio del artículo 85 de la LGS, reflejarse como una pérdida de colocación.

En nuestra opinión, el límite de artículo 305 se establece teniendo en cuenta el valor nominal de las obligaciones, desde que ese es el valor por el que responde la sociedad.

Del importe total debe descontarse el monto de las emisiones que cuenten con garantía específica, en la parte garantizada, así como la porción de las obligaciones en circulación que haya sido rescatada, amortizada o reembolsada.

11.- El patrimonio neto de la sociedad emisora

El artículo 226 de la Ley anterior fijó el límite para el monto total de las obligaciones emitidas en el "capital y recursos sociales según el último balance aprobado", debiendo entenderse como recursos sociales "el total de las reservas legales, estatutarias y otras de libre disposición". Estableciendo una correcta diferencia, el artículo 305 de la nueva LGS sustituye la referencia al capital y recursos sociales por la del "patrimonio neto" de la sociedad emisora.

El patrimonio neto de la sociedad emisora, también



conocido como patrimonio efectivo o, con menor rigor, como patrimonio de los accionistas, es simplemente la diferencia entre el activo total y el pasivo frente a terceros, resultante el balance a la fecha de la emisión. En tal sentido, el patrimonio neto de la sociedad emisora comprende, además del capital, las reservas legales, estatutarias y otras de libre disposición y cualquier otra cuenta que finalmente pueda corresponder a los accionistas de la sociedad.

12.- Las excepciones al límite fijado

La prohibición de emitir obligaciones que no cuenten con un respaldo de patrimonio neto igual o mayor a su importe, admite ciertas excepciones. Tales son los casos en que la sociedad emisora haya otorgado garantías específicas o en que el importe del préstamo obtenido con las obligaciones emitidas sea destinado a solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad.

Como se aprecia, ambos supuestos tienen por objeto garantizar el pago de las obligaciones emitidas. Mientras que en el primer caso la garantía resulta ser específica, en el segundo supuesto la futura obtención de un bien, con el mismo dinero que se recibe por las obligaciones emitidas, asegura que la sociedad incrementará su activo en la misma suma que el pasivo que origina la emisión.

Al margen de las referidas excepciones, el legislador ha dejado abierta la posible incorporación de otros supuestos que sean recogidos por leyes especiales. Así, por ejemplo, uno de los que formaría parte de este tercer grupo sería el establecido en el artículo 232 de la Ley del Sistema Financiero Ley N° 26702, norma que exime de manera expresa el otorgamiento de garantías específicas para instrumentos financieros emitidos por las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros.

En la línea proteccionista del legislador, el límite en razón del patrimonio neto que se establece para las emisiones en el artículo 305 y las garantías tiene propósito fundamental:



"el evitar que las sociedades multipliquen las emisiones, con el consiguiente peligro para sus acreedores (obligacionistas), esa medida precautoria pierde su sentido cuando la emisión esté especialmente garantizada (...) porque la validez de estas garantías también proporciona al obligacionista una posición firme y establece".²⁷

Las emisiones de obligaciones con garantías específicas son frecuentes en el mercado, en el caso de sociedades que se encuentran dentro del límite señalado en el artículo 305 de la LGS. Generalmente ello se debe del emisor de obtener una clasificación de riesgo más favorable, que le permita pagar una menor tasa de interés y colocar exitosamente el valor. Nada impide además que una sociedad otorgue garantías distintas a las contempladas por el artículo bajo comentario. Sin embargo, éstas no son computables para el límite a que se refiere el artículo 305.

En nuestra opinión, el texto del artículo 305 permite interpretarlo en el sentido de que únicamente existe obligación de otorgar garantías específicas por la parte de la emisión que exceda el importe del patrimonio neto.

Cabe preguntarse si, habiéndose eliminado el principio de igualdad, es posible emitir algunas series, dentro de una emisión, que cuenten con garantías específicas, en tanto que las otras estarían únicamente protegidas por el patrimonio neto del emisor. Creemos que no existe impedimento alguno para ello, máxime si se concuerda el artículo 305 con el 309, que expresamente dispone que el régimen de prelación "no afecta el derecho preferente de que goza cada emisión o cada serie con respecto a sus propias garantías."

Asimismo, debe entenderse que, no obstante que las obligaciones se individualizan a través de la emisión de títulos independientes entre sí, las garantías tienen la condición de colectivas, en razón de que respaldan la emisión o la serie en su totalidad, a favor de la masa de obligacionistas.²⁸

Lima, diciembre de 1998

²⁷ Garrigues-Uría: Ob. Cit. Págs. 544-545.

²⁸ Brunetti: Ob. Cit. Pág. 554.

