

OBLIGACIONES NEGOCIABLES CON RECURSO LIMITADO. LA RESPONSABILIDAD DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN POR SU EMISIÓN. PROPUESTA DE REGLAMENTACIÓN ¹

Jacqueline Berkenstadt

INTRODUCCIÓN

El 9 de mayo del año 2018 y luego de un gran debate, el Congreso Nacional aprobó la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo (la “Ley 27.440”), la cual introdujo importantes modificaciones a la Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales (la “LMC”) y a la Ley N° 23.576 de obligaciones negociables (la “LON”), y entre otras. La presente ponencia se centrará en la inclusión que realizó la Ley 27.440 de las obligaciones negociables con recurso limitado al texto de la LON y las implicancias de dicho régimen especial.

Hasta antes de la aprobación de la Ley 27.440, únicamente existía el régimen por el cual las sociedades anónimas y/o de responsabilidad limitada podían emitir deuda en forma de obligaciones negociables (las “ON”), que otorgaba al inversor un título ejecutivo para el cobro de su deuda y tenía como garantía de pago todo el patrimonio del emisor ².

Luego de la Ley 27.440, se le permite a una determinada sociedad emitir obligaciones negociables pero con “*respaldo y recurso limitado a ciertos acti-*

¹ La presente ponencia ha sido elaborada en el marco de la *Maestría y Especialización en Derecho Empresario de la Universidad de San Andrés*. Ha sido premiada como la mejor ponencia realizada por los alumnos que cursan el primer año de la Maestría durante el año 2019.

² Mas allá de que desde antes de la Ley 27.440 existían las obligaciones negociables garantizadas por otras sociedad o instrumentos, tales como las sociedades de garantía recíproca o subsidiarias, una cesión en garantía o un fideicomiso. Pero cabe aclarar que en estos casos ante el incumplimiento del pago de una amortización o interés, los bonistas podían accionar tanto contra el emisor como contra esa garantía en particular, y que lo que en la mayoría de los casos buscaba el emisor al garantizarla era lograr una mejor calificación de riesgo, y por lo tanto una mejor venta en la oferta pública inicial.

vos”³, sin perjuicio de las garantías que se constituyan sobre dichos activos. En este nuevo instituto, los inversores si bien siguen teniendo título ejecutivo para el cobro de su deuda, en caso de incumplimiento del emisor solo podrán accionar contra los recursos limitados indicados por el emisor en el prospecto de emisión.

En primer lugar, cabe destacar que a la fecha, la Comisión Nacional de Valores (en adelante, la “CNV”) no ha emitido reglamentación alguna sobre las obligaciones negociables con recurso limitado.

En la presente ponencia abordaremos los siguientes temas en relación con las obligaciones negociables con recurso limitado: (i) Origen de las obligaciones negociables con recurso limitado y ¿cuáles pueden ser los bienes que garanticen el pago de estas?, (ii) la responsabilidad del órgano de administración por la emisión de éstas, y (iii) la propuesta de reglamentación de las ON con recurso limitado



Origen de las obligaciones negociables con recurso limitado y ¿cuáles pueden ser los bienes que garanticen el pago de éstas?

La creación de las obligaciones negociables con recurso limitado responde a la necesidad del estado de lograr el financiamiento de grandes proyectos de infraestructura a través de mecanismos simples y eficaces, lo que mundialmente se conoce como *Project finance*. Este concepto tiene sus orígenes en la época romana y griega, utilizándose nuevamente en la época moderna para la exploración de petróleo y gas en Estados Unidos en la década de 1930.

El *Project finance* es un tipo de financiamiento a una sociedad que tiene como objeto específico la construcción de proyectos de infraestructura de gran envergadura, garantizado únicamente con el flujo de fondos y los activos del proyecto, limitando de esta manera los recursos con los que el deudor garantiza su propia deuda.

Siguiendo los lineamientos del *Project finance*, el legislador ha incorporado al texto de la LON que las obligaciones negociables podrán emitirse con recurso limitado a determinados activos del emisor, situación que a mí entender deberá ser informada a los potenciales inversores en forma simple, completa y en carácter destacado en el prospecto de emisión, situación en la que ahondaremos más adelante.

³ Fernández Madero, Nicolás y Catuogno, Juan Luis- “Nuevas obligaciones negociables con recurso limitado”- Publicado en LA LEY 05/04/2018, 1- La Ley2018-B, 872

En cuanto a los bienes que pueden afectarse a la emisión de las ON con recurso limitado, la LON no especifica cuáles podrían ser, por lo que ante la falta de limitación, se entiende que el emisor podría afectar cualquier clase de activos a la emisión de obligaciones negociables.

El término “activo” se define como un recurso controlado por la emisora del que espera obtener beneficios económicos en el futuro.⁴ En base a ello, hasta tanto no se reglamente el último párrafo del artículo 4 de la LON, cualquier activo del emisor puede ser utilizado como garantía para el pago de las obligaciones negociables.

Otro punto que tampoco queda claro del texto LON es si con el flujo de efectivo que genere el recurso limitado deberían pagarse la amortización e intereses bajo las obligaciones negociables. A mi entender, y ante la falta de regulación al respecto, entiendo que no es necesario que el efectivo con el que se abonen las amortizaciones e intereses provengan del bien dado en garantía, salvo que el emisor lo quiera establecer de esa manera en el prospecto.

A modo comparativo, funcionaría más bien como una cesión en garantía de créditos bajo un préstamo bancario en la cual el deudor continuaría percibiendo la cobranza de los créditos siempre y cuando se encuentre *in bonis*, es decir, en cumplimiento de sus obligaciones. Mientras el deudor abone las cuotas correspondientes a capital e interés bajo el préstamo, él podrá continuar percibiendo las cobranzas de créditos, pudiendo decidir él si aplica esas cobranzas al repago del préstamo o al otorgamiento de nuevos créditos. En el momento en que se declare un evento de incumplimiento bajo el préstamo bancario, los bancos acreedores retendrán la cobranza de los créditos cedidos en garantía, pasando a percibir los montos adeudados bajo el préstamo de esa misma cobranza.

De esta manera, será el emisor quien decida si el activo dado en garantía tendrá además la función de generar el flujo de efectivo necesario para el pago de los montos adeudados bajo las obligaciones negociables.

Más allá de la calidad del bien afectado, es importante destacar que esta clase de obligaciones negociables puede constituirse sin ningún tipo de garantía. Por ejemplo, en un prospecto de emisión puede indicarse que el recurso será un inmueble y no encontrarse el mismo hipotecado a favor de los inversores. Supuestos como el recién ejemplificado no se encuentran regulados por la ley, y en estos casos ante la pluralidad de acreedores exijan el cobro de su deuda

⁴ Según las Normas Internacionales de Contabilidad N° 1 - Presentación de Estados Financieros emitida por el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad en septiembre de 1997.

reclamando el mismo bien, deberemos atenernos a las disposiciones del Código Civil y Comercial de la Nación (el “CCCN”).

Así las cosas, el CCCN establece que “*si varios acreedores embargan el mismo bien del deudor, el rango entre ellos se determina por la fecha de la traba de la medida.*”⁵ Por lo que los acreedores de las obligaciones negociables con recurso limitado no tendrán ninguna preferencia en el cobro sobre el bien en particular. Esta situación también deberá explicarse en el prospecto de emisión, y en su caso, deberá indicarse el riesgo de cobro por contar con un recurso limitado no garantizado.

La responsabilidad del órgano de administración por la emisión de obligaciones negociables con recurso limitado

En el caso de obligaciones negociables con oferta pública, se aplicará el régimen de responsabilidades de la LMC que hace responsable a la emisora conjuntamente con los integrantes de los órganos de administración y fiscalización por la información que incluyen en el prospecto de emisión.⁶ Además, se le aplicarán a la sociedad las obligaciones de gobierno corporativo establecidas en las Normas de la CNV (N.T. 2013 y modificatorias), que buscan la transparencia en el mercado de capitales a fin proteger los intereses de los inversores.

En caso de obligaciones negociables negociadas privadamente, se regirá por la LON, la cual indica que el órgano de administración y fiscalización son *ilimitada y solidariamente responsables* por los perjuicios causados a los obligacionistas en violación de la LON ⁷.

Más allá de los regímenes de responsabilidad generales indicados previamente, me detendré en dos cuestiones esenciales a la responsabilidad del órgano de administración en la emisión de obligaciones negociables con recurso limitado:

1. *Conservación del activo afectado.* En caso de falta de pago de los servicios de amortización e intereses bajo las obligaciones negociables con recurso limitado, los inversores únicamente podrán reclamar sobre los activos afectados, por lo tanto resulta importante tener en cuenta cómo deberá conservar la sociedad dicho activo.

⁵ Artículo 745 del Código Civil y Comercial de la Nación

⁶ Según Artículo 119 de la Ley N° 26.381

⁷ Según Artículo 34 de la Ley N° 23.576

La LON nada establece respecto de las obligaciones de conservación y guarda de la cosa dada en garantía, por lo tanto, deberá aplicarse el régimen de responsabilidad establecido en la Ley General de Sociedades N° 19.550 (la “LGS”).

Será el órgano de administración del emisor el responsable de conservar la cosa dada en garantía, comprometiéndose a conservarla al menos hasta el vencimiento de las obligaciones negociables. Esta obligación deberá ser incluida en la reglamentación del Artículo 4° de la LON.

En cuanto al régimen de responsabilidad de la LGS, ante la pérdida del activo afectado, resultará de aplicación los artículos 59 y 274 de la LGS, los cuales regulan el deber de lealtad y diligencia del buen hombre de negocios y el dolo, abuso de facultades o culpa grave de los directores en el desempeño de sus cargos.

El incumplimiento del deber de lealtad y diligencia del buen hombre de negocios da lugar a la responsabilidad del administrador por los daños y perjuicios causados, comúnmente entendido como la *culpa in vigilando*. Es destacable que según la mayoría de la doctrina la responsabilidad del director nace meramente por integrar dicho órgano de administración.⁸ De esta manera y siempre y cuando el acto derive de una decisión del órgano, existe una presunción que si el director no protestó la decisión y/o no faltó a la reunión del órgano en cuestión es responsable por la misma, por no haberse diferenciado del resto de los directores al tomar la decisión cuestionada.⁹ De esta manera, tanto los accionistas como los acreedores tendrían el derecho de reclamar la responsabilidad individual y solidaria de todos y cada uno de los miembros del directorio por la pérdida del bien dada en garantía.

En cuanto al dolo, abuso de facultades o culpa grave de los directores, se trata de factores subjetivos de atribución de la culpa que nacen en principio de la omisión de los cuidados más elementales que deben tener los directores de las sociedades anónimas.¹⁰ Por lo tanto y en relación a las obligaciones negociables con recurso limitado, en caso de que el directorio actuando con dolo, abuso de facultades o culpa grave se desprenda de los bienes objeto de la garantía, los accionistas e inversores también podrán reclamar la responsabilidad ilimitada y solidaria de los directores en base al artículo 274 de la LGS.

⁸ Rovira, Alfredo L. “Responsabilidad del directorio por la gestión empresarial” en Derecho Comercial Sociedades Doctrinas Esenciales, Tomo III, página 839.

⁹ Villanueva, Julia “La responsabilidad de los directores de la Sociedad Anónima”. Publicado en LA LEY 26/02/2019. AR/DOC/190/2019.

¹⁰ Otaegui, Julio Cesar, “Administración societaria”, Buenos Aires, Ed. Ábaco de Rodolfo Depalma p. 133

Pero más allá de eso, el órgano de administración no es responsable por la pérdida del patrimonio de la sociedad cuando actúa conforme al artículo 59 de la LGS. De hecho, ante la pérdida de la mitad del capital social y reservas o ante la pérdida total del capital, el directorio está obligado a convocar a asamblea para que ésta tome conocimiento y resuelva la reducción del capital social o la disolución de la sociedad¹¹. En caso de que la pérdida del bien objeto de la garantía se produzca como causa de la pérdida del capital social de la sociedad y el directorio haya actuado respetando el deber de lealtad y buen hombre de negocios, los inversores nada podrán reclamar a los directores, sino que únicamente tendrán el reclamo contra la sociedad por el incumplimiento de las obligaciones asumidas bajo la emisión de las obligaciones negociables con recurso limitado.

2. *El deber de informar al inversor financiero.* En el ámbito de la oferta pública, el órgano de administración, tiene la obligación de incluir en el prospecto toda la información que los potenciales inversores deban tener en cuenta para “definir el producto o servicio que mejor se ajuste a sus necesidades y, luego para poder comparar adecuadamente las ofertas similares en el mercado”¹². El deber de informar deriva de nuestra Constitución Nacional y de la propia Ley de Defensa del Consumidor N° 24.240, sus modificatorias y complementarias. Al informar al potencial inversor lo que se busca es disminuir los riesgos que éstos asumen al invertir en un determinado valor negociable¹³.

El régimen de responsabilidad del órgano de administración por la información volcada en el prospecto se encuentra específicamente regulado en el artículo 121 de la LMC. De acuerdo con este artículo, el inversor tiene la posibilidad de demandar civilmente al órgano de administración de la emisora, entre otras, por el “error u omisión de un aspecto esencial en la información”¹⁴. Se considera información esencial la que un inversor promedio prudente debe razonablemente estar informado antes de adquirir los valores registrados, que afecta la compra o no del valor negociable ofrecido.

¹¹ Según artículos 206 y 94 inc.5 de la LGS.

¹² Paolantonio, Martín E. “Deber de información, prospecto y responsabilidad civil en la oferta pública inicial de valores negociables”, en Derecho Comercial del Consumir y de la Empresa. Año II, N° 3 - junio 2011. P. 247.

¹³ Conforme Del Rosario, Cristian O, “El deber de informarse del inversor financiero”, LA LEY 16/12/2008, 5- LA LEY 2009-A, 66. AR/DOC/3898/2008.

¹⁴ Conforme artículo 121 de la LMC.

La LMC le atribuye al órgano de administración un factor de responsabilidad objetiva por la violación al deber de información. Esto es, una vez probado la existencia de la información imperfecta, se presume la relación de causalidad y el daño, salvo que el demandado pruebe lo contrario. De esta manera, la LMC recoge las pautas generales de responsabilidad de la LGS, en especial la *culpa in vigilando*.

De la misma manera que lo indicado previamente, la única posibilidad que tienen los miembros del órgano de administración de desvirtuar la presunción es: (i) protestar y dejar constancia de la protesta frente a la moción que aprobó la información a incluir en el prospecto, (ii) haber estado ausente en la reunión que tomó la decisión, o (iii) probar que el que el inversor-actor de la demanda de daños- conocía el carácter defectuoso de la información ¹⁵.

Conclusiones y propuestas para mejorar el instituto al reglamentarlo

A fin de proteger al inversor de valores negociables a mí entender la reglamentación del artículo 4° de la LON, deberá incluir, como mínimo, los siguientes puntos:

- Los prospectos de emisión deberán contener tanto en la sección de advertencias como en las consideraciones de riesgo para la inversión mención específica del recurso limitado de las mismas. En este sentido, se deberá describir de modo completo cuál será el bien objeto de la garantía e incluir la valuación de éste en el prospecto. De esta manera, se le estará brindando al potencial inversor información completa y veraz.
- Si bien la LON indica que el recurso podrá estar garantizado o no, la reglamentación deberá limitarlo a que deberá estar garantizado obligatoriamente. Si no se garantiza, será difícil para los inversores poder cobrarse del mismo en caso de que el emisor incumpla con sus obligaciones bajo las ON con recurso limitado. Al respecto, deberá tenerse presente lo enunciado previamente respecto del artículo 745 del Código Civil y Comercial de la Nación
- Se deberá otorgar la posibilidad a los emisores de que quien conserve y administre el bien objeto de la garantía sea un tercero, delimitando de esta manera la responsabilidad del órgano de administración.

Una opción es que la garantía se constituya a través de un contrato un fideicomiso en garantía. El contrato de fideicomiso podrá tener fines únicamente de

¹⁵ Conforme artículo 121 LMC.

garantía o también de pago de las ON con recurso limitado. En caso de que tenga fines únicamente de garantía, el fiduciario únicamente administrará el activo fideicomitido, pudiendo invertir en inversiones grado inversor las sumas de dinero que estime convenientes. Una vez cancelados todos los importes adeudados bajo las ON, el Fiduciario cederá y transferirá el bien de vuelta al emisor.

En caso de que se trate de un fideicomiso de pago, además de garantía, el Fiduciario será quien con los fondos provenientes de los activos fideicomitidos cancelará los servicios de intereses y capital adeudados bajo las ON¹⁶

Así las cosas, en el presente trabajo se ha analizado la figura de las ON con recurso limitado, haciendo hincapié en la responsabilidad del órgano de administración por la emisión de dichas ON con recurso limitado.

Al respecto, cabe concluir, que existirá siempre responsabilidad solidaria e ilimitada de los directores por su gestión, y en especial, por la emisión de ON. Esta responsabilidad, más allá de la legislación especial para el caso de las ON con oferta pública, se regirá por la LGS.

De acuerdo con lo sugerido previamente, existen ciertas herramientas por las cuales el directorio pueda delegar en un tercero ciertas funciones, como ser la administración y conservación del bien objeto de la garantía, para proteger a los inversores de su propio accionar y delimitar de algún modo su propia responsabilidad.

Parece prudente que la regulación del presente instituto sea implementada por la CNV a través de un mecanismo de consulta pública, por el cual el público en general pueda realizar comentarios a la misma.

Se espera que la norma a aprobar por la CNV permita a las empresas lograr el financiamiento que necesitan, protegiendo y previniendo los abusos contra los inversores, en el marco del principio de protección al público inversor en el régimen de oferta pública.

¹⁶ Un ejemplo de una emisión de obligaciones con un contrato de fideicomiso de garantía y pago es el de las obligaciones negociables simples garantizadas de Electroingeniería S.A., cuyo prospecto de fecha 27 de diciembre de 2018, se encuentra publicado en la Autopista de Información Financiera de la CNV.