

Universidad de Lima

Facultad de Derecho

Carrera de Derecho



**EL VALOR DE REEMBOLSO DE ACCIONES
APLICABLE AL EJERCICIO DEL DERECHO
DE SEPARACIÓN EN LAS SOCIEDADES
ANÓNIMAS PERUANAS: EL CASO DE LAS
ACCIONES EXTRABURSÁTILES**

Tesis para optar el Título Profesional de Abogado

Fernando Rodriguez Molina

Código 20131155

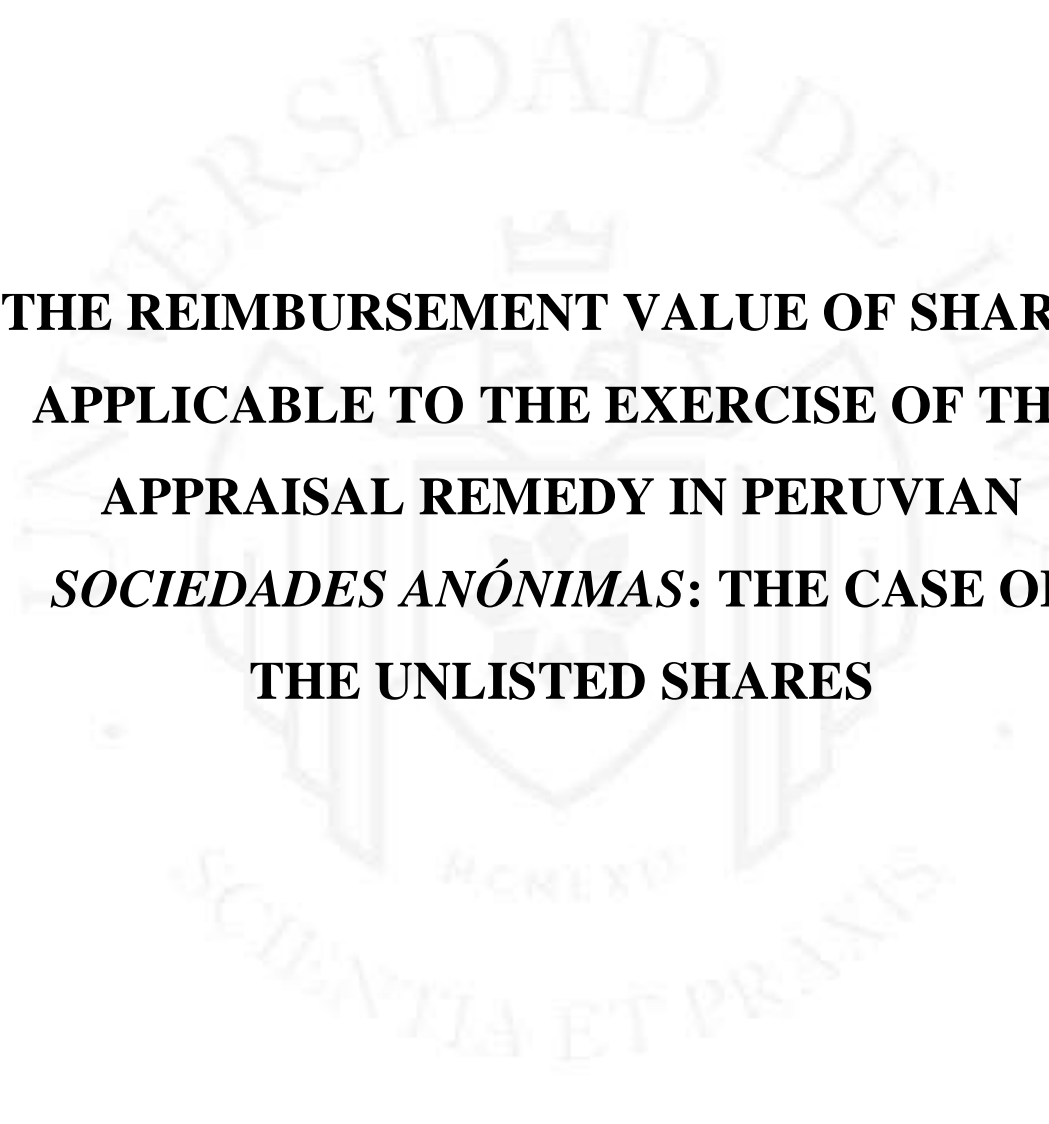
Asesor

Ralph Paolo Robilliard D'Onofrio

Lima – Perú

Octubre de 2020





**THE REIMBURSEMENT VALUE OF SHARES
APPLICABLE TO THE EXERCISE OF THE
APPRAISAL REMEDY IN PERUVIAN
SOCIEDADES ANÓNIMAS: THE CASE OF
THE UNLISTED SHARES**

*Dedicado a mis padres,
y a todos aquellos amigos que, de una forma u otra,
me ayudaron en el largo trayecto que ha implicado
la realización de este trabajo.
No alcanza el espacio en estas líneas para agradecerles.
Un agradecimiento especial a Paolo, por su paciencia,
su buena disposición y sus atinados comentarios.
Gracias por las entretenidas discusiones que sostuvimos,
de las cuales brotaron ideas geniales.*

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	IX
ABSTRACT.....	X
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I: GENERALIDADES DEL DERECHO DE SEPARACIÓN Y PARÁMETROS DE LA INVESTIGACIÓN	4
1.1 Una introducción al derecho de separación.....	4
1.2 Planteamiento del problema de investigación	7
1.3 Parámetros de la investigación	10
1.3.1 Objetivos	10
1.3.2 Hipótesis.....	11
CAPÍTULO II: DESMEMBRANDO EL DERECHO DE SEPARACIÓN	13
2.1 Algunas notas conceptuales generales del derecho de separación.....	13
2.1.1 Requisitos	13
2.1.2 Consecuencias derivadas del ejercicio del derecho de separación	17
2.2 Notas conceptuales del derecho de separación aplicables a su regulación en Perú	21
2.2.1 Requisitos	22
2.2.2 Consecuencias derivadas del ejercicio del derecho de separación	41
2.2.3 Concepto de derecho de separación en Perú	50
2.3 Elementos caracterizadores del derecho de separación.....	50
2.3.1 Características del derecho de separación	51
2.3.2 Características del ejercicio del derecho de separación	54
2.3.3 Otras características recogidas por algunos autores.....	57
2.4 Definición del derecho de separación	63

2.5	Orígenes, fundamento inicial y desarrollo histórico del derecho de separación	64
2.5.1	Cambio de paradigma en el Derecho de sociedades durante el siglo XIX: de la regla de la unanimidad a la regla de las mayorías	65
2.5.2	El derecho de separación y su fundamento originario	67
2.5.3	Ulterior desarrollo del derecho de separación	69
2.5.4	Aparición y evolución del derecho de separación en Perú.....	70
2.6	Naturaleza jurídica y fundamento actual del derecho de separación	73
2.6.1	El principio de adopción de acuerdos por voluntad mayoritaria	73
2.6.2	Naturaleza jurídica del derecho de separación	78
2.6.3	Fundamento actual del derecho de separación	81
2.7	Conclusiones del capítulo II	89

CAPÍTULO III: EN BUSCA DE LA FINALIDAD DEL DERECHO DE SEPARACIÓN 91

3.1	Las finalidades del derecho de separación según la doctrina	91
3.1.1	El derecho de separación como mecanismo de protección de los accionistas ante cambios estructurales de la sociedad adoptados por la mayoría.....	92
3.1.2	El derecho de separación como mecanismo de protección de accionistas minoritarios ante abusos de la mayoría	101
3.1.3	El derecho de separación como herramienta para incentivar la inversión en sociedades (un acercamiento desde el análisis económico del Derecho).....	106
3.1.4	El derecho de separación como mecanismo generador de mercado y de liquidez para las acciones	108
3.1.5	El derecho de separación como herramienta para solucionar conflictos intrasocietarios y evitar la disolución y liquidación de la sociedad.....	111
3.2	Un vistazo a la valorización de acciones en el marco del ejercicio del derecho de separación	112
3.3	El derecho de separación en la praxis legal peruana.....	115

3.4	¿Cuál es la finalidad del reembolso al accionista derivado del ejercicio de su derecho de separación?.....	131
3.5	Conclusiones del capítulo III.....	137
CAPÍTULO IV: LA VALORIZACIÓN DE ACCIONES		139
4.1	Una breve introducción a las acciones como concepto.....	139
4.2	El concepto subjetivo de valor.....	141
4.3	El valor en libros o patrimonial	144
4.3.1	El estado de situación financiera y la contabilidad	144
4.3.2	El valor en libros o patrimonial y su relación con el valor de las acciones.....	145
4.4	Métodos de valorización presentes en las finanzas corporativas.....	149
4.4.1	Valor de liquidación.....	150
4.4.2	Valoración por múltiplos.....	151
4.4.3	Valoración por flujo de caja descontado	152
4.5	Conclusiones del capítulo IV.....	155
CAPÍTULO V: LOS MÉTODOS DE VALORIZACIÓN APLICABLES A ACCIONES EXTRABURSÁTILES PARA EFECTOS DEL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN EN LA LEGISLACIÓN COMPARADA		157
5.1	Italia	158
5.2	España	163
5.3	Argentina.....	170
5.4	Colombia	171
5.5	Chile	175
5.6	México.....	177
5.7	Brasil	178
5.8	Estados Unidos de América.....	180
5.9	Conclusiones del capítulo V.....	184
CAPÍTULO VI: HACIA UNA PROPUESTA INTEGRAL DE VALORIZACIÓN		vi

DE ACCIONES EXTRABURSÁTILES COMO CONSECUENCIA DEL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN	186
6.1	Recapitulación 186
6.2	¿A qué debería apuntar la valoración de acciones extrabursátiles en Perú como consecuencia del ejercicio del derecho de separación?..... 189
6.3	Nuestra propuesta de modificación..... 193
6.3.1	Prelación entre potenciales adquirientes de las acciones 193
6.3.2	Mecanismos de valoración 195
6.3.3	Cuestiones adicionales vinculadas con nuestra propuesta 199
6.4	¿Cómo lograr un buen funcionamiento del vigente mecanismo de valoración de acciones extrabursátiles? 202
6.5	Comentarios sobre la regulación del derecho de separación contenida en el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades 204
6.6	Fórmula legislativa de nuestra propuesta 206
CONCLUSIONES	211
BIBLIOGRAFÍA.....	214

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1 Encuesta realizada a abogados y bachilleres en Derecho peruanos sobre aspectos vinculados a la regulación del derecho de separación en el Perú y propuesta de modificación	117
--	-----



RESUMEN

La presente tesis gira en torno a la siguiente pregunta: ¿qué método de valorización debería resultar aplicable, en el caso de las sociedades anónimas peruanas, al reembolso de acciones sin cotización bursátil producido como consecuencia del ejercicio del derecho de separación?

En tal sentido, inicia construyendo un marco conceptual respecto de qué es el derecho de separación en el ordenamiento jurídico peruano, qué finalidades persigue y cuáles son los fines del reembolso producido como consecuencia de su ejercicio.

Posteriormente, expone cómo son valorizadas las acciones sin cotización bursátil desde una perspectiva técnica, en el marco de las ciencias contables y financieras; y cómo tales acciones son valorizadas en el marco del ejercicio del derecho de separación en la legislación comparada.

Finalmente, concluye recapitulando los hallazgos expuestos, proponiendo cómo debería regularse el reembolso de acciones extrabursátiles como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, y sugiriendo otras propuestas de modificación al artículo 200 de la Ley General de Sociedades peruana.

Palabras clave: derecho de separación, Derecho Societario, valorización de acciones, acciones extrabursátiles, Ley General de Sociedades.

ABSTRACT

This thesis revolves around the following question: which valuation method should be applicable, in the case of Peruvian corporations (*sociedades anónimas*), to the reimbursement of unlisted shares produced as a consequence of the exercise of the appraisal remedy?

In such regard, it begins by building a conceptual framework about what the appraisal remedy is within the Peruvian legal system, what purposes it pursues and what are the purposes of the reimbursement produced as a result of its exercise.

Subsequently, it exposes how unlisted shares are valued from a technical perspective, within the framework of accounting and financial sciences; and how those shares are valued within the framework of the exercise of the appraisal remedy in comparative legislation.

Finally, it concludes by recapitulating the exposed findings, proposing how the reimbursement of unlisted shares should be regulated as a consequence of the exercise of the appraisal remedy, and suggesting other proposals to modify article 200 of the Peruvian General Corporations Law.

Keywords: appraisal remedy, Company Law, stock valuation, unlisted shares, Peruvian General Corporations Law.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de investigación encuentra sus orígenes en un artículo redactado progresivamente durante el curso de Seminario de Investigación¹ llevado en el verano del año 2019, el cual –como podría esperarse– fue presentado a manera de trabajo final. Se titulaba “¿Cuán caro es un divorcio? Apuntes sobre la valorización de acciones en el ejercicio del derecho de separación de los accionistas y propuesta de modificación” y su nacimiento encuentra cabida en un contexto de fin de carrera universitaria, como un intento de preparar algún material académico que tomase elementos de materias recientemente cursadas: fusiones y adquisiciones, finanzas corporativas, economía y derecho; así como de Derecho Societario, rama del Derecho de importancia trascendental y de particular relevancia respecto de las dos primeras materias citadas.

El mencionado artículo estuvo orientado a estudiar la problemática del derecho de separación y la manera en que, en el contexto del ejercicio de dicho derecho, se valorizan las acciones que no cotizan en Bolsa, partiendo de la premisa de que el mecanismo aplicable a estas últimas no era el técnicamente adecuado, toda vez que en las finanzas corporativas existían otros más sofisticados que podían ser empleados para determinar un valor más cercano a la realidad.

Pero ¿por qué el derecho de separación? El interés surgió a raíz de múltiples comentarios oídos en las clases de las materias citadas, los cuales afirmaban que se trataba de un derecho de escaso ejercicio, especialmente en sociedades sin cotización bursátil, toda vez que el mecanismo de valoración aplicable a las acciones de dichas sociedades arrojaba valores ínfimos en comparación a los valores que, mediante la aplicación de otros mecanismos de valoración, podrían obtenerse. Ello, sumado al hecho de que en Perú se había escrito muy poco del tema, daba la impresión de que debía ser un derecho casi inútil, cuyo papel debía estudiarse y, de ser el caso, reforzarse.

¹ La malla académica de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima de aquel entonces no establecía una numeración al mismo: solo se dictaba un único curso sobre la materia.

A pesar de la multiplicidad de aristas vinculadas con el tema, debemos confesar que el acercamiento realizado con el citado artículo fue muy superficial, si lo vemos en retrospectiva desde el momento en que escribimos estas líneas. El desarrollo académico del derecho de separación daba para más, y reflejo de ello es el trabajo de investigación que venimos a presentar.

En las siguientes líneas, plasmaremos el resultado de una investigación que ha abarcado no solo la consulta de fuentes bibliográficas, disponibles en formato físico y digital, sino que ha procurado consultar a quienes deben lidiar con cuestiones vinculadas al derecho de separación y a los problemas que entraña la valoración de acciones: abogados, especialistas en finanzas corporativas y contadores. Nuestra intención es encontrar la respuesta a una serie de objetivos que nos plantearemos, para los cuales el Derecho constituye el punto de partida, mas no siempre el de llegada. Se trata de uno de esos casos en que las ciencias jurídicas deben verse complementadas y analizadas desde una perspectiva holística, y no aislada o exclusiva para el estudio de los distintos agentes del Derecho. Creemos firmemente que la construcción de un ordenamiento jurídico precisa del diálogo interdisciplinario para su efectividad; caso contrario, las leyes o las sentencias pueden ser desde bichos raros hasta aberraciones, constituyendo la obligación de cumplirlas el máximo componente de su peligrosidad.

En el capítulo I, explicaremos de manera sucinta qué es el derecho de separación e introduciremos algunos lineamientos metodológicos de la investigación realizada, a fin de darle contexto al presente trabajo.

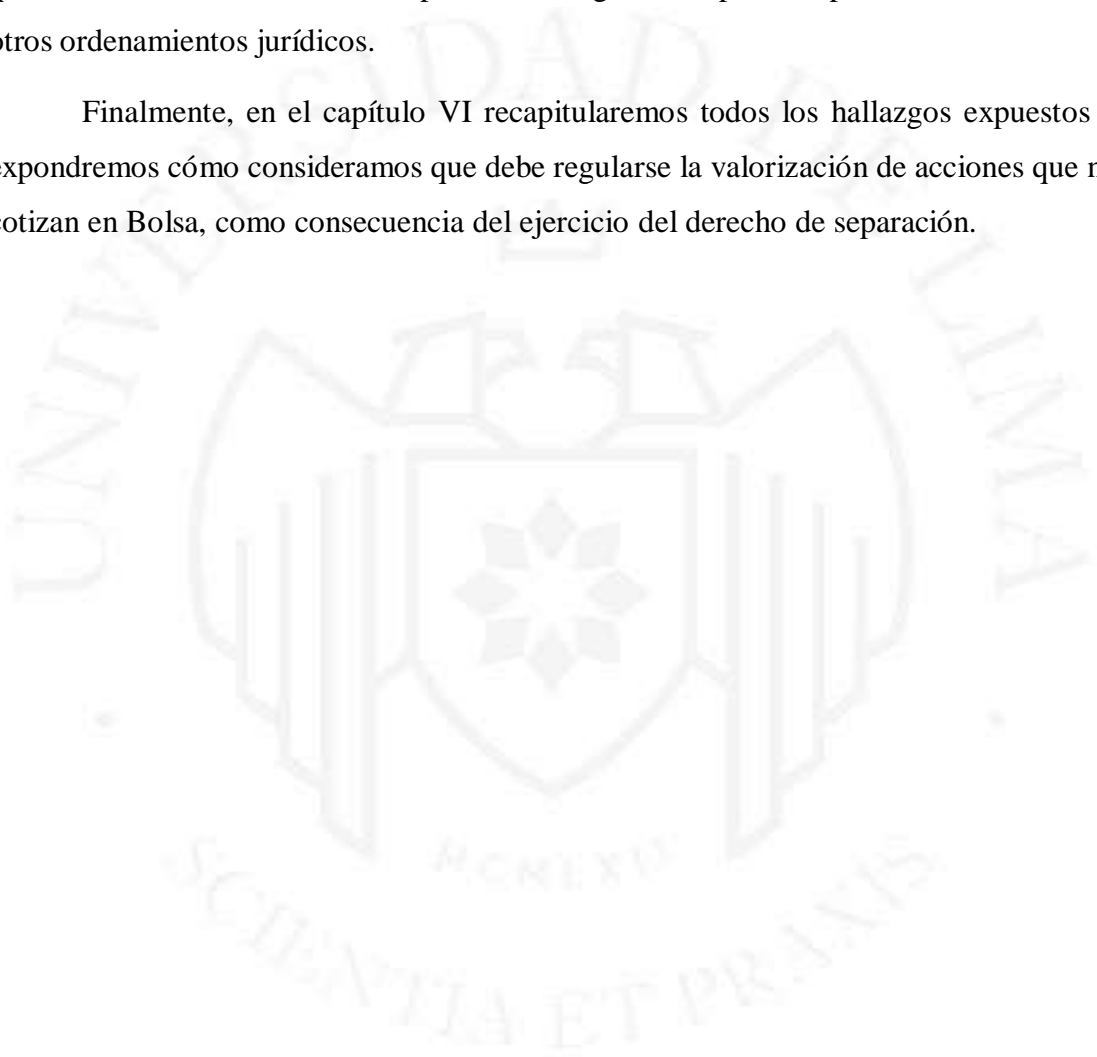
En el capítulo II, revisaremos los aspectos conceptuales del derecho de separación, a nivel de la doctrina y legislación peruana y comparada, aunque con especial énfasis en la regulación del instituto en Perú. Ello conllevará no solo revisar cuáles son sus presupuestos y efectos, sino además cuáles son sus características, cuál es su historia, su fundamento y su naturaleza jurídica.

En el capítulo III, pasaremos a analizar cuál es la finalidad o finalidades que persigue el derecho de separación, revisaremos cuáles son los mecanismos de valoración de acciones existentes en el marco del ejercicio del derecho y determinaremos cuál es la finalidad del reembolso que se produce como consecuencia de su ejercicio. Para ello, nos valdremos también de los resultados de una encuesta que realizamos a profesionales del Derecho Societario en Perú.

En el capítulo IV, entraremos a revisar de manera general distintos aspectos de las finanzas corporativas y su vinculación con la determinación del valor de las acciones. Para ello, dilucidaremos a qué obedece el valor de una acción y revisaremos los métodos de valoración que ofrecen tanto la contabilidad como las finanzas corporativas.

En el capítulo V, revisaremos cuáles son los métodos de valoración recogidos en la legislación comparada ante el ejercicio del derecho de separación, a efectos de conocer qué alternativas distintas a la adoptada en la legislación peruana pueden encontrarse en otros ordenamientos jurídicos.

Finalmente, en el capítulo VI recapitularemos todos los hallazgos expuestos y expondremos cómo consideramos que debe regularse la valorización de acciones que no cotizan en Bolsa, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación.



CAPÍTULO I: GENERALIDADES DEL DERECHO DE SEPARACIÓN Y PARÁMETROS DE LA INVESTIGACIÓN

El Derecho Societario es uno de los pilares jurídicos que soporta y contribuye a la evolución y éxito de la economía de un Estado y su consiguiente desarrollo. Resulta importante contar con una regulación societaria sencilla, clara y que favorezca la estabilidad jurídica, con el fin de incentivar la inversión mediante el indiscutible vehículo predilecto utilizado para tales efectos: las sociedades. En tanto sujetos de derecho con personalidad jurídica otorgada por ley, las sociedades presentan fundamentalmente dos ámbitos donde se desarrollarán relaciones jurídicas: uno externo, que vinculará a las sociedades con distintos agentes del mercado; y otro interno, que hará lo propio con sus socios o accionistas, directores, administradores, entre otros. De manera general, podemos afirmar que la regulación societaria debe estar orientada a brindar soluciones a aquellos problemas que pueden suscitarse entre la sociedad y sus *stakeholders*², tanto aquellos del ámbito externo como del interno.

Por otro lado, el Derecho Societario ofrece distintos temas de análisis y estudio, algunos de los cuales han sido ampliamente abordados, mientras que otros cuentan con un análisis doctrinario y jurisprudencial de menor envergadura. Uno de estos últimos temas, circunscrito a la regulación de las relaciones internas de la sociedad y que nos atañe en esta ocasión, es el derecho de separación de los accionistas.

1.1 Una introducción al derecho de separación

En términos generales, el derecho de separación, también llamado en otros ordenamientos como derecho de retiro o derecho de receso, se construye como un derecho que asiste a los accionistas, quienes podrán ejercerlo ante la adopción de determinados acuerdos por

² Entiéndase que el concepto de *stakeholders* representa a los distintos grupos de interés de la sociedad. De esa manera, estos grupos no se construyen únicamente con los accionistas, sino que contemplan también, entre otros, a los acreedores, los funcionarios de la sociedad e, incluso, el Estado.

parte de la junta general de accionistas de la sociedad de cuyas acciones son titulares. Cabe indicar que el derecho de separación no es exclusivo de los accionistas (entendidos estos últimos como titulares de acciones), sino que también podrán ejercerlo los socios de sociedades con forma distinta a la sociedad anónima. Sin embargo, como indicaremos más adelante, para efectos del presente trabajo haremos referencia exclusiva a los accionistas.

Hasta este punto, resulta importante destacar algunas precisiones: (i) en primer lugar, solo la adopción de determinados acuerdos expresamente recogidos en el estatuto de la sociedad o en la ley, o supuestos particulares excepcionalmente recogidos en esta última, gatillará la posibilidad de que el derecho bajo comentario pueda ser ejercido por los accionistas; y (ii) en segundo lugar, podrán ejercer el derecho de separación aquellos accionistas que cuenten con legitimación suficiente, conforme a la ley.

Una vez ejercido válidamente el derecho de separación; es decir, habiéndose cumplido con los requisitos y el procedimiento correspondientes, se suscitarán, fundamentalmente, las siguientes consecuencias jurídicas: el accionista que ejerce su derecho de separación (al cual, a lo largo del presente trabajo, denominaremos en ocasiones como “disidente”) perderá su calidad de accionista; mientras que, por otro lado, la sociedad de la que se separa estará obligada a pagarle determinada suma dineraria, a manera de reembolso por el valor de sus acciones. De esta manera, se rompe el vínculo accionista-sociedad, con lo que termina generándose un “divorcio” entre ambas partes por imperio de la ley.

Lo anteriormente esbozado corresponde a una explicación del concepto y funcionamiento del derecho de separación muy preliminar y basada, fundamentalmente, en la legislación peruana. Todo ello será desarrollado con la profundidad debida a lo largo del presente trabajo. No obstante, y hasta este punto, puede apreciarse que el derecho de separación es uno de naturaleza compleja, pues produce una situación que, de otro modo, solo podría generarse por medio de la transferencia o exclusión del accionista (Hundskopf, 2010, p. 261), así como mediante otros actos societarios (por ejemplo, la amortización de acciones como consecuencia de una reducción de capital): la salida del accionista de la sociedad.

Debe tenerse presente que el derecho de separación se encuentra regulado por la Ley n.º 26887, Ley General de Sociedades (en adelante, la “LGS”) (1997), en el artículo 200 conforme se cita a continuación:

Artículo 200.- La adopción de los acuerdos que se indican a continuación, concede el derecho a separarse de la sociedad:

1. El cambio del objeto social;
2. El traslado del domicilio al extranjero;
3. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes; y,
4. En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto.

Sólo pueden ejercer el derecho de separación los accionistas que en la junta hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes, los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto y los titulares de acciones sin derecho a voto.

Aquellos acuerdos que den lugar al derecho de separación deben ser publicados por la sociedad, por una sola vez, dentro de los diez días siguientes a su adopción, salvo aquellos casos en que la ley señale otro requisito de publicación.

El derecho de separación se ejerce mediante carta notarial entregada a la sociedad hasta el décimo día siguiente a la fecha de publicación del aviso a que alude el acápite anterior.

Las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación se reembolsan al valor que acuerden el accionista y la sociedad. De no haber acuerdo, las acciones que tengan cotización en Bolsa se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre. Si no tuvieran cotización, al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación. El valor en libros es el que resulte de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones.

El valor fijado acordado no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación que corresponde según lo indicado en el párrafo anterior.

La sociedad debe efectuar el reembolso del valor de las acciones en un plazo que no excederá de dos meses contados a partir de la fecha del ejercicio del derecho de separación. La sociedad pagará los intereses compensatorios devengados entre la fecha del ejercicio del derecho de separación y el día del pago, los mismos que serán calculados utilizando la tasa más alta permitida por ley para los créditos entre personas ajenas al sistema financiero. Vencido dicho plazo, el importe del reembolso devengará adicionalmente intereses moratorios.

Si el reembolso indicado en el párrafo anterior pusiese en peligro la estabilidad de la empresa o la sociedad no estuviese en posibilidad de realizarlo, se efectuará en los plazos y forma de pago que determine el juez a solicitud de ésta, por el proceso sumarísimo.

Es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio.

1.2 Planteamiento del problema de investigación

Iniciamos la exposición de nuestro problema de investigación partiendo de la siguiente premisa: el Derecho Societario es una rama del ordenamiento jurídico destinada a solucionar problemas generados en torno a las sociedades, las cuales cumplen un rol primordial tanto en la economía como en las finanzas. Por tal motivo, y a nuestra consideración, el Derecho Societario debe construirse e interpretarse a la luz de dichas áreas del quehacer humano, al encontrarse finalmente a su servicio.

En ese orden de ideas, recogemos la concepción de las acciones desde una óptica financiera como instrumentos de renta variable cuyo objeto es conceder a su titular un retorno por la inversión realizada (Sevilla, s. f.). Una persona puede convertirse en accionista de una sociedad, entre otras formas, (i) cuando esta última crea las acciones, y el accionista las suscribe y paga su valor (nominal, sobre o bajo la par); (ii) cuando, en el marco de un mercado “secundario”, dicha persona adquiere las acciones; o (iii) cuando las acciones le son transmitidas mediante sucesión mortis causa. Sea como fuere, en la gran mayoría de casos, quien ocupa una posición de accionista ha realizado una inversión y espera a cambio un retorno.

Una inversión inteligente suele realizarse sobre la base de un valioso recurso: la información. Si determinada persona se entera de que cierta sociedad se está financiando vía emisión de acciones o estas últimas –ya emitidas– se encuentran en venta, y las características de tal sociedad lo convencen a invertir en ella, pues efectuará un desembolso apostando por dichas características. No obstante, ¿qué ocurre si dichas características cambian? ¿Si el resto de los accionistas acuerda –por citar algunos ejemplos– modificar el objeto social, o fusionarse con otra sociedad del rubro, o efectuar un cambio de tal gravedad, que provoque que la base sobre la cual se realizó la inversión sea distinta? Ante la ocurrencia de esas situaciones, aquel accionista disconforme puede “divorciarse” de la sociedad, ejerciendo su derecho de separación. Tal es la solución presentada por nuestra LGS.

En ese sentido, debe tenerse en cuenta que uno de los aspectos más importantes relativos al derecho de separación es el mecanismo o la fórmula mediante el cual el valor a ser pagado por la sociedad al accionista disidente, en mérito al reembolso de sus acciones, será determinado. Y es que ello no es un tema menor, pues conforme afirma Brenes (1999), a través de la fijación de la cuantía que tiene que satisfacer la sociedad a los accionistas que se separan, se les puede privar en los hechos de un derecho que les corresponde *ex lege*, pudiendo producirse tal privación si el valor de reembolso establecido no satisface los intereses del accionista disidente por resultar notablemente inferior al que realmente debe ser atribuido a su cuota, resultando dicho accionista en un “prisionero de sus títulos” al no contar con más opción que permanecer en la sociedad. De esta forma, se convierte en “ilusorio” el derecho de separación (pp. 458-459).

Tomando en cuenta lo expuesto en los párrafos precedentes, volquémonos en la solución proporcionada al problema descrito por la regulación expuesta en el acápite 1.1 del presente capítulo. Tal como indica el artículo 200 de la LGS, en el caso de aquellas sociedades cuyas acciones no cotizan en Bolsa (dichas acciones serán denominadas para efectos del presente trabajo como “extrabursátiles”), ante una situación de discordancia entre el accionista disidente y la sociedad respecto al valor de las acciones materia de reembolso, el valor aplicable será únicamente el valor en libros o patrimonial, aquel que resulta de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones. Por otro lado, el valor fijado acordado entre accionista disidente y sociedad no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación previamente señalada.

Hasta este punto, debemos señalar que la valorización en libros no recoge un verdadero valor de las acciones, toda vez dicho mecanismo refleja un cociente obtenido del estado de situación financiera de la sociedad, el cual está inclusive sujeto a los criterios contables de quien lo prepare.

En ese orden de ideas, puede generarse el problema de que a los accionistas titulares de acciones extrabursátiles les resulte económicamente más conveniente permanecer en la sociedad y vender sus acciones (con los inherentes costos de transacción que ello acarree) antes que ejercer su derecho de separación, tomando en consideración además que no podrían acordar con la sociedad de la que se separan la asignación de un valor mayor al resultante de aplicar una valorización patrimonial. Con ello, desde una visión apriorística, el derecho de separación devendría en “ilusorio” y no cumpliría en tutelar los intereses del accionista.

Precisamos que en la presente investigación nos enfocaremos en las sociedades anónimas cuyas acciones no cotizan en Bolsa por los siguientes motivos:

1. La principal forma societaria utilizada en Perú es la sociedad anónima. Ello es demostrado con datos proveídos por la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria, que a agosto de 2020 contabilizó 326,759 sociedades anónimas registradas como contribuyentes activos, en contraposición a los otros 70,771 contribuyentes activos constituidos bajo formas societarias distintas a la sociedad anónima (SUNAT, 2020). Dejamos en claro que, con respecto a otras formas societarias previstas en la LGS, la regulación del derecho de separación podrá cambiar en función a lo dispuesto por el estatuto; sin embargo, permanecerá uniforme en todas las modalidades de sociedad anónima que existen (sociedad anónima ordinaria, cerrada y abierta).

Por tal motivo, y salvo particulares excepciones, utilizaremos el término de “accionista” para referirnos en este trabajo de forma general a los socios, sean estos titulares de acciones o de participaciones.

2. El número de sociedades con acciones extrabursátiles es altamente mayor al número de sociedades cuyas acciones cotizan en Bolsa. Para ello, tomaremos

en cuenta que, al mes de septiembre de 2020, solo 191 distintos tipos de acciones de capital listaban en la Bolsa de Valores de Lima (BVL, 2020). Considerando que dicho dato podría englobar también a acciones emitidas por sociedades constituidas en el extranjero, el número de sociedades peruanas cuyas acciones cotizan en Bolsa podría resultar siendo menor. Ante una comparación de dicho número con el total de sociedades anónimas registradas como contribuyentes activos, estimamos que el enfoque presentado tiene la virtud de concentrar al grupo de sociedades donde potencialmente los accionistas podrían ejercer con mayor frecuencia su derecho de separación.

En virtud de todo lo expuesto, es propósito de la presente investigación evaluar si resulta conveniente mantener o modificar el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles conforme al artículo 200 de la LGS, el cual terminará estableciendo la cuantía a pagar por la sociedad al accionista disidente en calidad de reembolso de las acciones de este último, a la luz de un análisis jurídico del derecho de separación.

1.3 Parámetros de la investigación

1.3.1 Objetivos

1.3.1.1 Objetivo general

Determinar la conveniencia de modificar el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles para efectos del reembolso del accionista disidente ante el ejercicio de su derecho de separación, a la luz de la finalidad o finalidades del referido derecho y en el marco de la legislación societaria peruana vigente.

1.3.1.2 Objetivos específicos

1. Describir conceptualmente el derecho de separación y el mecanismo de valorización aplicable al reembolso de acciones extrabursátiles, conforme es regulado en la legislación societaria peruana.
2. Delimitar la naturaleza jurídica y la finalidad o finalidades del derecho de separación, en el marco de la legislación societaria peruana y considerando sus antecedentes normativos nacionales e internacionales.
3. Determinar la finalidad o finalidades del reembolso materia del derecho de separación, en el Derecho nacional y comparado.
4. Analizar, desde una perspectiva económica y en el marco de la legislación peruana, el mecanismo de valorización de acciones extrabursátiles y determinar sus fortalezas y debilidades, de existir.
5. Obtener datos reales que reflejen la frecuencia del ejercicio del derecho de separación en Perú, mediante la obtención de una muestra que lo represente.
6. Exponer los mecanismos de valorización de acciones extrabursátiles más utilizados en la práctica financiero-corporativa y evaluar su aplicabilidad para determinar el valor de reembolso ante el ejercicio del derecho de separación, en caso de acciones extrabursátiles.
7. Exponer los mecanismos de valorización de acciones extrabursátiles contemplados en legislación comparada para los casos del ejercicio del derecho de separación del accionista.
8. Determinar si el mecanismo de valorización de acciones extrabursátiles, en el marco de la legislación societaria peruana, podría ser reemplazado y de qué manera.

1.3.2 Hipótesis

La presente investigación parte de la siguiente hipótesis: el valor de reembolso de las acciones extrabursátiles, en el marco del ejercicio del derecho de separación, debe calcularse conforme a la tasación que realice un perito tasador externo bajo los criterios de valorización más utilizados en las finanzas corporativas que, en cada caso concreto, estime correcto aplicar; considerando además que la designación de dicho especialista debe ser realizada por una entidad expresamente señalada en la ley.

En ese sentido, correspondería modificar el artículo 200 de la LGS, a fin de acoger la propuesta indicada en el párrafo precedente.



CAPÍTULO II: DESMEMBRANDO EL DERECHO DE SEPARACIÓN

2.1 Algunas notas conceptuales generales del derecho de separación

Tal como hemos adelantado en el capítulo I del presente trabajo, el derecho de separación es un derecho complejo. Sin perjuicio de ello, haremos un esfuerzo por delimitar conceptualmente sus aspectos más básicos.

Para tales efectos, hemos de hacer la salvedad que, si bien conceptualmente el derecho de separación funciona de manera parecida a lo largo de varios ordenamientos jurídicos que lo recogen, la forma en que se encuentra sancionado y los distintos detalles concernientes a su funcionamiento dependerán de su regulación en concreto.

En tal sentido, y puesto que abordaremos las cuestiones de análisis referidas a las finalidades del derecho de separación —eje central del presente trabajo— en una sección separada, hemos considerado conveniente presentarlo, así como a los demás aspectos conexos de este, a partir de un análisis eminentemente descriptivo de los aspectos más básicos comunes a su funcionamiento en algunos de los distintos ordenamientos que lo recogen, entre los que se encuentran principalmente el español y el argentino, además del peruano.

2.1.1 Requisitos

2.1.1.1 Requisito objetivo

Constituye requisito objetivo indispensable para el ejercicio del derecho de separación, en primer lugar y como regla general, la adopción de un acuerdo por la junta general de accionistas. Ahora bien, dicho acuerdo no será uno de cualquier naturaleza, sino que deberá ser uno que gatille el nacimiento del derecho de separación, según se encuentre establecido en la ley o en el estatuto de la sociedad.

Recordemos que las sociedades cuentan con distintos órganos de gobierno corporativo, entre los que figura la junta general de accionistas como órgano supremo de la sociedad. Será la junta general de accionistas aquel órgano que agrupará a los accionistas en su totalidad y en el seno del cual estos últimos podrán tomar toda clase de decisiones que guíen el destino de la sociedad, algunas de las cuales serán de la mayor trascendencia.

Entre otras cosas, la junta general de accionistas podrá acordar desde el nombramiento de apoderados y el reparto de las utilidades que la sociedad haya generado, hasta su disolución y consecuente liquidación, pasando por su reorganización societaria y la modificación en sus estatutos. Como puede apreciarse, bastará la sola decisión de la junta general de accionistas para que la sociedad cambie radicalmente su curso o, incluso, deje de existir. Cabe acotar, sin embargo, que la toma de dichas decisiones está sujeta al cumplimiento de requerimientos tales como una efectiva convocatoria o la constatación de quórum y mayorías suficientes para adoptar el acuerdo, cuestiones sobre las que no profundizaremos en el presente trabajo.

Pero ¿qué clase de acuerdos podrían gatillar el ejercicio del derecho de separación? Tales acuerdos son, en palabras de Elías (2015a), modificaciones del estatuto que entrañan cambios excepcionales y drásticos en la estructura de la sociedad y de sus acciones, incluyendo determinadas operaciones societarias (p. 688). En virtud de estos acuerdos, el accionista podría asumir obligaciones de carácter económico (como solidaridad frente a las obligaciones de la sociedad) y cambiar su situación jurídica, llegando incluso a la posibilidad de perder la totalidad del retorno de su inversión, en el caso (extremo) de que la sociedad se transforme en una persona jurídica sin fines de lucro (Molina, 2003, p. 1114).

Algunos autores, entre los que se encuentra Rodas (2013), aluden a que el derecho de separación podrá ser invocado frente a determinados acuerdos sociales y, en su caso, determinadas conductas o hechos considerados lesivos para los intereses de accionistas minoritarios (pp. 38-39). Si bien un término como “lesivo” podría invitarnos a pensar, *prima facie*, en que determinados acuerdos puedan resultar sencillamente contrarios a los intereses de ciertos accionistas, y que por ello tales se encontrarían motivados a retirarse de la sociedad, otra lectura podría llevarnos a asumir que tal “lesividad” constituiría una suerte de agresión u opresión a los accionistas, máxime si estos últimos son minoritarios

(término utilizado por Rodas). Dicho tema será discutido más adelante en el presente trabajo.

Hasta este punto, debemos tener en consideración que no existe un plexo uniforme de acuerdos que gatillen el ejercicio del derecho de separación, presente en los distintos ordenamientos jurídicos. En ese sentido, serán las leyes de cada Estado las cuales determinarán qué clase de acuerdos otorgarán legitimidad objetiva a los accionistas para ejercer su derecho de separación. Sin embargo, debemos tener en cuenta que, como ya se ha señalado, se tratan –principalmente– de acuerdos de profunda gravedad que modifican la configuración de la sociedad y de sus actividades.

A manera de paréntesis, con respecto a este requisito objetivo, algunos autores en sede nacional como Elías (2015a, p. 688) y Hundskopf (2010, p. 262), y en sede internacional como Velasco (1976, p. 22), plantean que el derecho de separación constituye una excepción al principio de mando de las mayorías en la junta general de accionistas, el cual establece que la voluntad de dicho órgano social se formará con el voto favorable de la mayoría accionaria. Tales afirmaciones serán discutidas al abordar la naturaleza jurídica del derecho de separación.

Tras analizarse el requisito descrito, puede hacerse un símil con relación al derecho al dividendo que también asiste a los accionistas: tal derecho en abstracto permite a los accionistas obtener un retorno por la inversión realizada, conforme a su particular tenencia accionaria; sin embargo, se concretará dicho derecho una vez la junta general de accionistas (o, en su caso, el directorio) decreta el reparto de dividendos. En el caso del derecho de separación, todos los accionistas cuentan con el mismo (vertiente abstracta), mas este solo podrá ser ejercido cuando la junta general de accionistas válidamente tome determinado acuerdo que permita ejercerlo (vertiente concreta).

Sin perjuicio de lo señalado, el ejercicio del derecho de separación por parte del accionista precisará del cumplimiento de ciertos otros requisitos de carácter subjetivo, los mismos que explicamos a continuación.

2.1.1.2 Requisitos subjetivos

Los accionistas que deseen separarse de la sociedad mediante el ejercicio de su derecho de separación deberán oponerse al acuerdo adoptado. Tal es una conclusión lógica a la

cual puede arribarse tras revisar la introducción que realizamos con respecto a este derecho en el anterior capítulo I. Sin embargo, la legitimación subjetiva encuentra complejidades adicionales.

En primer lugar, debe tenerse en cuenta que, según Farrando (1998), los accionistas pueden seguir alguna de las siguientes tres conductas con relación a la toma de un acuerdo en junta general de accionistas: pueden (i) votar a favor del acuerdo; (ii) votar en contra del acuerdo (oposición expresa); o (iii) no expresar un voto, ya sea porque se abstienen, votan en blanco o de forma nula (p. 125).

Resta claro que no podrán ejercer el derecho de separación aquellos accionistas que votaron a favor del acuerdo que gatille el ejercicio del derecho de separación. Dicha conducta no solo carecería de lógica, sino que iría en contra del principio de *non venire contra factum proprium* (Brenes, 1999, p. 421). Además, constituiría un mecanismo perverso, pues los accionistas podrían votar a favor de un acuerdo que gatille el ejercicio del derecho de separación para, acto seguido, ejercerlo en beneficio suyo.

Descartado dicho grupo de accionistas, quedan como posibles grupos de accionistas habilitados para ejercer el derecho de separación los accionistas disidentes y aquellos que no expresaron su voto. A partir de este punto, serán las legislaciones de distintos Estados aquellas que definirán qué accionistas contarán con legitimación subjetiva para poder ejercer su derecho de separación.

Por último, cabe indicar que accionistas distintos a los ya mencionados podrán ejercer el derecho de separación en la medida que lo determine el estatuto o la ley, según corresponda. Tal es el caso de los accionistas sin derecho a voto.

Sobre el particular se ha pronunciado Brenes (1999), quien destaca que cuando la sociedad pretenda llevar a cabo una modificación estatutaria que afecte, directa o indirectamente, los derechos correspondientes a las acciones sin derecho a voto, se requerirá el acuerdo favorable de la mayoría de ellas (p. 440). En tal sentido, sostiene que estarán facultados para ejercer su derecho de separación los accionistas sin derecho a voto que no hayan votado a favor del acuerdo de modificación estatutaria que les legitima para separarse (p. 441).

En todo caso, debe tenerse presente que ciertos aspectos de la legitimación subjetiva pueden encontrarse regulados de manera distinta entre los diversos

ordenamientos que han sancionado el derecho de separación. Sin embargo, en términos generales podemos afirmar que contarán con esta aquellos accionistas que no hayan votado a favor del acuerdo que posibilite el ejercicio del derecho de separación.

2.1.1.3 Manifestación de voluntad

Una vez cumplidos los requisitos objetivo y subjetivo, el derecho de separación podrá ser ejercido por los accionistas que así deseen hacerlo. Esto último implica un elemento fundamental en su ejercicio como derecho que es: la manifestación de voluntad de quien lo ejerza. Así, en palabras de Zaldívar, el derecho de separación es una atribución que se ejercita mediante una decisión unilateral de voluntad (como se citó en Hualde, 2010, p. 156).

La manifestación de voluntad vinculada al ejercicio del derecho de separación dependerá de la forma utilizada por el accionista que lo invoque. Como tal exteriorización de la voluntad del accionista requiere que se deje constancia, el medio predilecto es el escrito. No obstante, cada ordenamiento jurídico regulará los detalles vinculados a dicha comunicación. Autores como Dasso (1985), con quien coincidimos, señalan que el ejercicio del derecho de separación importa una comunicación recepticia, debido a que es necesario que su ejercicio llegue a conocimiento de la sociedad para poder desplegar sus efectos (p. 77). Ello no podría ser de otra manera, pues no habría forma en que la sociedad pueda conocer del ejercicio del derecho de separación de determinado accionista si este no se lo comunica.

Finalmente, dicha manifestación de voluntad deberá producirse dentro de un plazo determinado. La extensión de este y desde cuándo se computa, por supuesto, son cuestiones cuya regulación depende de cada ordenamiento jurídico.

2.1.2 Consecuencias derivadas del ejercicio del derecho de separación

2.1.2.1 Pérdida de la calidad de accionista

Una de las cuestiones que caracteriza con mayor claridad y fuerza al derecho de separación es la pérdida de la calidad de accionista como consecuencia de su ejercicio.

Inclusive, si partimos de una interpretación literal del nombre del instituto, veremos que esta consecuencia es explícita: produce la separación, el receso o el retiro del accionista.

Farrando (1998) recoge al derecho de separación como una de las numerosas mecánicas que tienen como efecto final que el accionista pierda esa condición (p. 21). A ello se suma Hundskopf (2010), quien lo califica como una “puerta falsa societaria”, que únicamente podrá ser “abierta” cuando se den los supuestos específicos (esto es, que se cuente con legitimación objetiva y subjetiva) y cuando el accionista tenga la voluntad de ejercerlo (p. 262).

Ahora bien, la pérdida de la calidad de accionista, por supuesto, no entraña una renuncia a las acciones. Como ya se indicó en el anterior capítulo I, tal situación viene atada a una prestación: el pago del reembolso por el valor de las acciones.

Y ¿desde qué momento deja de ser accionista de la sociedad aquel que ejercita su derecho de separación? La respuesta a dicha pregunta variará según lo que informen las distintas legislaciones que regulen el derecho en cuestión y, de omitir un pronunciamiento sobre el particular, de lo que pueda interpretarse al respecto. Las soluciones van desde (a) el momento en que la sociedad recibe la declaración de separación (Farrando, 1998, p. 157), hasta (b) el momento en que se reembolsa la cuota de participación accionaria correspondiente, constituyendo la comunicación en este caso solo un presupuesto de la disolución del vínculo social (Brenes, 1999, p. 456).

Finalmente, la generación de una obligación de pago como consecuencia del ejercicio del derecho de separación guardará correlación con la aparición de un derecho de crédito a favor del accionista disidente. De esta manera, dicho accionista cambiará su “*status socii*” por el de acreedor contra la sociedad (Brenes, 1999, p. 20).

Sobre el particular, algunos autores como Alonso (2013, p. 93) y Caballero y Lavín (2018, p. 212) comentan que la pérdida de la calidad de accionista se genera en el marco de una “disolución parcial” de la sociedad. Otros como Brenes (1999, p. 458-459) y Velasco (1976, p. 121) hablan de la “liquidación parcial” de la cuota de participación del accionista. Ambos conceptos serán abordados al estudiar la naturaleza jurídica del derecho de separación del accionista.

Sin embargo, no debemos dejar de resaltar que, ejercido el derecho de separación, la sociedad conserva su plena existencia y personalidad jurídica.

2.1.2.2 Transferencia de las acciones recedidas o amortización de estas

Como consecuencia del ejercicio del derecho de separación del accionista, el accionista perderá dicha calidad, tal como hemos indicado en la sección precedente. Sin embargo, tal pérdida se materializará mediante una de las siguientes dos formas: (a) mediante la transferencia de las acciones, de manos del accionista a manos de la sociedad que las emitió; o (b) mediante la amortización de los referidos títulos. Por ejemplo, según nos comenta Neira (2006), en Colombia se le otorga la opción de adquirir las acciones recedidas en primer lugar a los demás accionistas, a prorrata de sus respectivas participaciones en el capital social (p. 158). Por supuesto, si los accionistas no adquieren todas las acciones ofrecidas, la sociedad readquirirá las acciones recedidas (Neira, 2006, p. 158).

Por otro lado, en España el ejercicio del derecho de separación implicará, como regla general, la amortización de las acciones, la reducción del capital social y la consiguiente extinción del puesto de accionista (Brenes, 1999, p. 502)³. Tal solución es radicalmente opuesta a la transferencia de las acciones de la sociedad, aunque – nuevamente – se trata de la fórmula que proporcione el legislador al regular el derecho de separación.

Con respecto a la alternativa de la transferencia de las acciones a favor de la sociedad, Caballero y Lavín (2018) comentan que se trata de un “contrato heterodoxo para la sociedad”, una compraventa donde las partes, la cosa y el precio están determinados legalmente. Añaden que se trata de una operación acaecida en el interior de una sociedad, en términos fijados legalmente (una “transacción interna”) (p. 211). Consideramos valioso su aporte, en tanto reconocen en términos económicos la naturaleza de la operación: una transacción interna ejecutada en términos fijados legalmente. Sin embargo, no consideramos que pueda denominársele “compraventa” sin antes colisionar con los más sólidos pilares civilistas que sostienen a dicha institución, los cuales posicionan a la manifestación de voluntad como requisito indispensable para

³ Aunque el comentario de Brenes parte de una normativa derogada a la fecha, en España se mantiene como regla general la reducción del capital social como consecuencia del reembolso derivado del ejercicio del derecho de separación (artículo 358 del Real Decreto Legislativo 1/2010, 2010).

la celebración de cualquier contrato. Además, el análisis económico del Derecho practicado sobre la contratación, entendida como la unidad básica de intercambio, prescribe que mediante esta última se logra (teóricamente) una correcta asignación de los recursos escasos, con lo cual las partes transfieren recursos de un uso menos valioso por otros que valoren más (Bullard, 2010, pp. 267-269). En atención a ambas consideraciones (la civilista y la económica), nos encontramos reticentes a calificar dicha transferencia como una “compraventa”.

No pretendemos asignarle una calificación jurídica en este momento a la transferencia de acciones que pueda ocurrir como consecuencia del ejercicio del derecho de separación por parte de un accionista (de encontrarse prevista dicha consecuencia en la legislación correspondiente), pues ello precisa de un análisis más completo del instituto, el cual no estamos realizando en este momento. En tal caso, nos limitaremos a afirmar que se trataría de una transferencia de propiedad de fuente heterodoxa (ocurrida por imperio de la ley), cuyos elementos estructurales esenciales son –fundamentalmente– los mismos que los que tendría una compraventa: cosa y precio.

2.1.2.3 Reembolso al accionista disidente del valor de las acciones recedidas

Esta consecuencia se colige de las anteriores: el accionista que ejerce su derecho de separación no renuncia a sus acciones, sino que se retira de la sociedad para obtener a cambio una atribución patrimonial. Con ella, queda en evidencia la calificación otorgada por Verón al derecho de separación, de “facultad de carácter netamente económico” (como se citó en Hundskopf, 2010, p. 260).

El reembolso procederá de distintas maneras según se encuentre regulado por la ley; no obstante, dos elementos son comunes y fundamentales en la legislación comparada: valorización y pago.

Con respecto al primer elemento, destacamos que el reembolso dependerá del valor que se asigne a las acciones. Para ello, existen distintas soluciones proporcionadas por el legislador, siendo la preferida el acuerdo entre accionista disidente y sociedad. Tal solución aparece como lógica, puesto que reduce el procedimiento de valorización a una negociación entre partes. No obstante, resulta insuficiente toda vez que ante una situación como la descrita, que involucra la obligación legal de efectuar un pago y sin incentivos

económicos para hacerlo, la sociedad buscará pagar lo menor posible, mientras que el accionista buscará recibir un reembolso de mayor cuantía. En ese caso, y ponderando el riesgo de que la negociación no llegue a buen puerto, el legislador ha planteado distintos mecanismos de valorización de las acciones, los cuales serán expuestos y discutidos de manera posterior en el presente trabajo.

En cualquier caso, debe tenerse presente que, como ya se ha señalado, la valorización de las acciones no es tema menor. Dasso (1985) comenta que casi unánimemente, la doctrina se adhiere en términos parecidos a la aseveración de que el derecho de separación no cumple los fines que explican y justifican su existencia, en gran medida, por no haberse estructurado un sistema adecuado que permita la justa valuación de las acciones del accionista disidente, y el consecuente reembolso de su valor (p. 315).

Una vez definido el valor de reembolso, corresponde ejecutar el pago. Un aspecto cuestionado en doctrina es el relativo a si el mismo debe ser realizado en dinero o especie. Sobre el particular, Elías (2015a) señala que la doctrina coincide en que tal pago debe ejecutarse en dinero, y que no puede pretender que se le entreguen otros activos de distinta naturaleza, ni la sociedad lo puede obligar a ello, salvo mediante común acuerdo entre ambas partes (p. 694).

Por otro lado, con respecto al cumplimiento de la obligación de pago, la ley podrá regular aspectos tales como el plazo para su ejecución y la posibilidad de su extensión en virtud de solicitud de la sociedad ante determinada autoridad, si tal cumplimiento entrañara un riesgo para la estabilidad patrimonial de aquella.

El tema del reembolso de las acciones, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, ocupa una posición central en el presente trabajo. Por dicho motivo, no pretendemos agotarlo en esta sección, sino brindar una visión general que contribuya en la misión de esta: conceptualizar al derecho bajo comentario mediante la ilustración de su funcionamiento.

2.2 Notas conceptuales del derecho de separación aplicables a su regulación en Perú

2.2.1 Requisitos

2.2.1.1 Requisito objetivo

La LGS recoge los siguientes supuestos (principalmente, acuerdos de junta general de accionistas) que gatillan la posibilidad de que los accionistas puedan ejercer su derecho de separación:

1. Modificación del objeto social (artículo 200 de la LGS);
2. Traslado del domicilio social al extranjero (artículo 200 de la LGS);
3. Creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes (artículo 200 de la LGS);
4. Modificación de los regímenes relativos a las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o al derecho de adquisición preferente, para el caso de sociedades anónimas cerradas (artículo 244 de la LGS);
5. Exclusión del Registro Público del Mercado de Valores de acciones u obligaciones inscritas con la consecuente obligación de adaptación a otra modalidad de sociedad anónima, para el caso de sociedades anónimas abiertas (artículo 262 de la LGS);
6. Transformación (artículo 338 de la LGS);
7. Fusión (artículo 356 de la LGS);
8. Escisión (artículo 385 de la LGS);
9. Si la junta general de accionistas de una sociedad irregular no accediera a la solicitud de regularización o disolución (artículo 427 de la LGS);
10. Si se demuestra que el valor de aportes no dinerarios es inferior en veinte por ciento o más a la cifra en que se recibieron (artículo 76 de la LGS);
11. Modificación del contenido del programa de fundación (artículo 63 de la LGS); y
12. En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto (artículo 200 de la LGS).

Pasaremos a comentar brevemente cada uno de los supuestos.

2.2.1.1.1 Modificación del objeto social

El objeto social constituye una de las cláusulas fundamentales que debe estar presente en los estatutos de las sociedades constituidas bajo la LGS. Conforme al artículo 11 de dicha ley, debe contener una relación detallada de aquellos negocios u operaciones lícitos a los que la sociedad circunscribe sus actividades. Es decir, el objeto social describe a qué se dedicará la sociedad. Brenes (1999) añade que el objeto social establece también los riesgos que están dispuestos a asumir los accionistas (p. 179).

El objeto social puede acarrear toda una serie de discusiones, tanto a nivel doctrinario como práctico, con relación a diversos aspectos, como si debiera ser determinado o indeterminado, o sus efectos con relación al régimen de responsabilidad de los administradores en el marco de su cumplimiento, por dar algunos ejemplos. Sin embargo, el que nos interesa para estos efectos es el relativo a su modificación.

La LGS prescribe, en el inciso 2 de su artículo 115, que la junta general de accionistas podrá modificar el estatuto social. Sin embargo, indica en sus artículos 126 y 127 que adoptar dicha decisión requerirá la concurrencia de, por lo menos, titulares de tres quintas partes de las acciones con derecho a voto emitidas por la sociedad; y el voto favorable de un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto⁴. Mencionaremos tales requerimientos establecidos por la LGS a lo largo del presente trabajo como “quórum calificado” y “mayoría calificada”, respectivamente.

Pero ¿por qué gatillaría una modificación al objeto social la posibilidad de ejercer el derecho de separación? La razón tradicional en palabras de Farrando (1998) se debe a que, mediante la adopción de dicho acuerdo, la sociedad realiza una modificación sustancial en su actividad y se produce una alteración del riesgo económico que deben soportar los accionistas (p. 89). Manteniéndonos en el plano de lo tradicional, Brenes (1999) señala que durante mucho tiempo el objeto social fue considerado uno de los elementos decisivos que había determinado el ingreso del accionista en una concreta

⁴ Considerando los requisitos mínimos de quórum y mayoría aplicables a las sociedades anónimas ordinarias y cerradas.

sociedad, y en base al cual había prestado su consentimiento, con lo cual mediante su inclusión como causal del ejercicio del derecho de separación se pretendía evitar que el accionista termine participando de una sociedad distinta de aquella en la cual ingresó en un primer momento (p. 201).

En suma, y conforme indica Elías (2015a), el objeto social resulta tan importante que es la razón misma por la cual el accionista decide tomar o no el riesgo de un negocio o empresa; por tanto, su modificación representa un cambio sustancial, el cual genera que la sociedad sea distinta de aquella a la que ingresó el accionista (p. 691).

Ahora bien ¿cuáles deberían ser los alcances de la modificación para que esta pueda gatillar el ejercicio del derecho de separación?

Hundskopf (2010) considera que el cambio del objeto social debe ser sustancial; esto es, que genere que la sociedad se dedique en lo sucesivo a fines realmente distintos a los originales, produciéndose así una especie de sustitución de las actividades económicas que se propusieron realizar los accionistas (p. 264).

Por su parte, Elías (2015a) coincide en que la modificación debe ser sustancial y añade que *a priori* no existen reglas ni pautas definitivas para llegar a determinar cuáles son los cambios de la gravedad descrita; por tanto, el problema solo puede resolverse mediante un análisis de caso por caso (p. 691).

En nuestra opinión, estimamos adecuados los comentarios de los autores citados, toda vez que carecería de razón que un cambio en el fraseo de la cláusula relativa al objeto social pueda gatillar el ejercicio del derecho de separación, en la medida que la misma no haya generado un cambio importante en el referido objeto social. Por tanto, creemos también que el análisis debe ser caso por caso, aunque ello pueda derivar en una controversia que deba ser, finalmente, resuelta por un órgano jurisdiccional.

Por lo demás, resulta claro que un cambio al objeto social que gatille la posibilidad de ejercicio del derecho de separación deberá implicar una modificación sustancial de las actividades de la sociedad, por más que tal decisión pueda corresponder a una entendible lógica de negocio, en mérito de la cual se pretenda apuntar a industrias más rentables (por dar un ejemplo). En tal sentido, es razonable que se le otorgue la posibilidad de ejercer el derecho de separación a accionistas que, sin quererlo, se vean envueltos en una situación como la descrita sin que estén de acuerdo, pues literalmente ha cambiado el paradigma

sobre el cual decidieron invertir en determinada sociedad. Por tanto, tal tutela es, en opinión nuestra, justificada.

2.2.1.1.2 Traslado del domicilio social al extranjero

El domicilio social constituye otra de las cláusulas fundamentales que deberán estar presentes en los estatutos de las sociedades constituidas bajo la LGS. Así, conforme al artículo 20 de la LGS, el domicilio será el lugar donde la sociedad desarrollará alguna de sus actividades principales o donde instalará su administración. Por otro lado, el precitado artículo establece como regla general que las sociedades constituidas en Perú tienen su domicilio en el territorio de dicho país, con excepción de cuando sus respectivos objetos sociales se desarrollen en el extranjero y fijen su domicilio fuera del país.

A pesar de la importancia del domicilio social como cláusula estatutaria fundamental, su modificación es plausible en mérito del inciso 2 del artículo 115 de la LGS. Para ello, deberá cumplirse con los requisitos de quórum y mayorías calificadas.

Para Hundskopf (2010), el señalamiento del domicilio es una de las bases esenciales que unifica a los accionistas y, evidentemente, su traslado al extranjero es una decisión trascendental que implica condiciones distintas (p. 264).

De esta manera, la doctrina justifica la existencia de la causal bajo comentario debido al hecho que el traslado del domicilio social comporta por regla general la adquisición de otra nacionalidad para la sociedad y, por lo tanto, el sometimiento a un nuevo ordenamiento jurídico (Farrando, 1998, p. 97). En tal sentido, complementa Elías (2015a) indicando que se torna sumamente difícil para el accionista ejercitar sus derechos de concurrencia, participación y fiscalización de la sociedad, cuando ella se traslada al extranjero (p. 692).

Por tales razones, se fundamenta que una modificación de la cláusula del domicilio social, que implique su traslado al extranjero, justifique la posibilidad de ejercer el derecho de separación.

2.2.1.1.3 Creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o modificación de las existentes

Las acciones, en tanto títulos de participación en el capital social de una sociedad, son en nuestro ordenamiento jurídico (i) bienes muebles, desde un punto de vista civil (inciso 8 del artículo 886 del Código Civil (Decreto Legislativo n.º 295, 1984) (en adelante, el “Código Civil”)), con lo cual puede ejercerse el derecho de propiedad sobre ellas y transferirlas libremente (al menos en teoría); y (ii) valores mobiliarios nominativos, desde un punto de vista mercantil (conforme al artículo 257.1 de la Ley n.º 27287, Ley de Títulos Valores (2000) (en adelante, la “Ley de Títulos Valores”). Debido a esto último, Hundskopf (2010) afirma que, en principio, son negociables y de libre circulación (p. 264).

Sin perjuicio de ello, el artículo 101 de la LGS permite que se pacten limitaciones de distinto tipo con relación a las acciones, constituyendo una de ellas la limitación a su transferencia, la cual no podrá tener carácter absoluto (de forma tal que las acciones devengan en totalmente intransferibles)⁵. Estas limitaciones, de acuerdo con el artículo señalado, podrán constar (i) en el pacto social; (ii) en el estatuto social; o (iii) en convenios celebrados entre accionistas o entre estos y terceros, en la medida que los mismos hayan sido notificados a la sociedad.

Ahora bien, con relación a las sociedades anónimas, las cuales se encuentran dentro del enfoque de nuestra investigación, debemos señalar que existen tres regímenes de limitaciones a la transferencia de acciones, aplicables a cada una de las modalidades de sociedad anónima que haya. Así, (i) en el caso de la sociedad anónima ordinaria, las acciones son por *default* transmisibles sin limitaciones, aunque estatutariamente podrán pactarse estas últimas de así ser convenido por los accionistas (cumpliendo para ello con los requisitos de quórum y mayoría calificados); (ii) en el caso de la sociedad anónima cerrada, las acciones cuentan por *default* con limitaciones para su transferencia (artículo 237 de la LGS), supuesto que mencionaremos en la sección 2.2.1.1.4 pero que, de antemano, podemos señalar es derogable a nivel estatutario; y (iii) en el caso de la sociedad anónima abierta, las acciones son por *default* transmisibles sin limitaciones, y estas últimas no pueden ser pactadas en el estatuto (inciso 1 del artículo 254 de la LGS). Al existir un supuesto previsto en ley que faculta a los accionistas a separarse en caso de

⁵ Dejando a salvo la posibilidad de que pueda pactarse la prohibición temporal de su transferencia, gravamen o afectación, por un plazo máximo de diez años prorrogables.

la modificación al régimen de limitación de transmisibilidad de las acciones en sociedades anónimas cerradas, nos referiremos en la presente sección a escenarios distintos a aquel.

De esta manera, se aprecia que el derecho de separación podría ejercerse si la limitación a la libre transmisibilidad de las acciones es establecida, o derogada (partiendo de la premisa de que había sido establecida con anterioridad), en el pacto social o en el estatuto; no resultando así en el caso de convenios de accionistas, toda vez que dichos convenios resultarían aplicables únicamente entre las partes que lo celebren (en virtud del principio de relatividad contractual). De esta manera, una estipulación contenida en un convenio, mediante la cual se limite la libre transferencia de acciones, no afectaría a un accionista que no lo celebre. Si tomamos en consideración que dicho acuerdo tampoco se discutiría a nivel de junta general de accionistas, vemos que resulta imposible que tal supuesto pueda conferirle al accionista legitimidad objetiva para ejercer su derecho de separación.

Como justificación de la existencia de la causal bajo comentario, señala Elías (2015a) que “al establecerse limitaciones a la libre transferencia de las acciones se modifica uno de los derechos fundamentales de la acción, con evidente recorte de las facultades del accionista” (p. 692).

Compartimos la opinión esgrimida por Elías, toda vez que un acuerdo mayoritariamente aceptado terminaría afectando a la totalidad de acciones en cuestión, de manera tal que intereses individuales resultarían trastocados. Por ello, resulta razonable admitir esta causal como otorgadora de legitimidad objetiva para el ejercicio del derecho de separación en el ordenamiento jurídico peruano.

Sin embargo ¿cómo entender la justificación de su admisión para casos en que tales limitaciones no son establecidas, sino más bien derogadas del estatuto? En un principio, podríamos creer que entre más libertad se otorgue a los accionistas, es mejor para los intereses de aquellos. Sin embargo, consideramos que la justificación aplicable sería exactamente la misma que podría esgrimirse a favor de la existencia del derecho de separación para la modificación de aquellas limitaciones a la libre transmisibilidad de acciones en la sociedad anónima cerrada (esto es, procurar el mantenimiento de una estructura accionaria inerte), tema que pasaremos a analizar.

2.2.1.1.4 Modificación de los regímenes relativos a las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o al derecho de adquisición preferente, para el caso de sociedades anónimas cerradas

Como hemos indicado en la sección precedente, en el particular caso de las sociedades anónimas cerradas existe por *default*, en los artículos 237 y 238 de la LGS, un derecho de adquisición preferente (limitación a la libre transmisibilidad de las acciones) a favor de los accionistas de tales sociedades, en virtud del cual cualquiera de aquellos deberá ofrecer en venta sus acciones a los otros accionistas de la sociedad, antes de que puedan transferirlas libremente a cualquier tercero o, inclusive, a cualquier otro accionista de la misma sociedad. Inclusive, en caso los accionistas no ejerzan su derecho de adquisición preferente, la sociedad podrá adquirir las acciones por acuerdo adoptado por mayoría accionaria. Los motivos que justifican ello en una sociedad anónima como la cerrada son claros: procurar que la estructura accionaria se mantenga inerte, limitando (i) el ingreso de personas ajenas a las que conforman el accionariado de la sociedad; y (ii) que los porcentajes de tenencia accionaria varíen.

A pesar de que la intención de la ley es clara, coincidimos con la opinión de Hundskopf (2010), quien afirma que existiendo la causal comentada en la sección precedente y sancionada en el inciso 3 del artículo 200 de la LGS, resulta redundante mantener la protección que nos encontramos comentando (p. 264). De esta manera, existe una superposición de disposiciones que tutelan a los accionistas, por lo cual un accionista de una sociedad anónima cerrada podría invocar cualquiera de los supuestos para separarse de la sociedad, en caso la junta general de accionistas acuerde variar las limitaciones existentes a la transferencia de acciones (sea derogándolas o modificándolas).

2.2.1.1.5 Exclusión del Registro Público del Mercado de Valores de acciones u obligaciones inscritas con la consecuente obligación de adaptación a otra modalidad de sociedad anónima, para el caso de sociedades anónimas abiertas

El supuesto bajo comentario se encuentra regulado en el artículo 262 de la LGS, y su aplicación alcanza a sociedades anónimas abiertas; que, además, cuenten con acciones u obligaciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores, requisito indispensable para su tráfico en Bolsa.

En tal sentido, y partiendo de los presupuestos señalados, si la junta general de accionistas acuerda excluir del Registro Público del Mercado de Valores las referidas acciones u obligaciones, y ello determina que la sociedad anónima abierta deba perder dicha calidad y adaptarse a otra modalidad de sociedad anónima (entre las que quedarían la ordinaria y la cerrada), tal situación habilitará a los accionistas que cuenten con legitimidad subjetiva para ejercer su derecho de separación.

Cabe indicar que será la adopción del acuerdo por parte de la junta general de accionistas (la exclusión de los valores mobiliarios señalados (Hundskopf, 2010, p. 264)), y no la consecuencia generada (el deber de adaptación a otra modalidad de sociedad anónima) la situación que gatillará el eventual ejercicio del derecho de separación por parte de los accionistas legitimados para tales efectos. Es oportuna la aclaración, máxime que el referido artículo 262 de la LGS señala en su última oración que el derecho de separación debe ejercerse dentro de los diez días siguientes a la fecha de inscripción de la adaptación en el registro. Ante ello, debe distinguirse claramente entre el hecho que otorga la legitimidad objetiva para ejercer el derecho de separación (exclusión de los valores mobiliarios), lo cual constituye un aspecto material del artículo, y la oportunidad en la cual podrá ejercerse válidamente el derecho de separación (plazo posterior a la inscripción de la adaptación en el registro), lo cual constituye un aspecto procedimental del artículo.

A nuestra consideración, la justificación de admitir dicho supuesto como uno habilitante para el ejercicio del derecho de separación radica en el particular régimen de control y protección a accionistas minoritarios con el que cuenta la sociedad anónima abierta en su regulación en la LGS, del cual no gozan las otras modalidades de sociedad anónima. En tal sentido, si por excluir los referidos valores mobiliarios del Registro Público del Mercado de Valores, deberá generarse un cambio en la modalidad de sociedad anónima, es razonable que quienes no hayan votado a favor del acuerdo (siempre que cuenten con legitimidad subjetiva) puedan separarse de la sociedad, toda

vez que no contarán más con la tutela que puede ofrecer la particular regulación de la sociedad anónima abierta.

2.2.1.1.6 Transformación

La transformación, fusión y escisión se encuentran todas reguladas en la sección segunda del Libro Cuarto de la LGS, relativo a las reorganizaciones societarias. Estas tres constituyen formas importantes de generar cambios profundos en la estructura de una sociedad; sin embargo, cada cual cuenta con ciertas particularidades que deben tenerse en consideración.

Con respecto a la transformación, esta especie de reorganización societaria permite, conforme al artículo 333 de la LGS, que, manteniendo su personalidad jurídica, (a) cualquier sociedad regulada por la LGS pueda transformarse en cualquier otra clase de sociedad o, incluso, persona jurídica regulada por leyes peruanas; o, que (b) cualquier persona jurídica, constituida al amparo de leyes peruanas, pueda transformarse en alguna de las sociedades reguladas por la LGS, en la medida que no exista impedimento legal para hacerlo.

De esta manera, y entendiendo a la forma de la persona jurídica como la especie de “ropaje” que la reviste y define, mediante la transformación cualquier sociedad puede convertirse en cualquier otro tipo de persona jurídica no societaria, y viceversa. Ello puede generar escenarios interesantes, como la transformación de una sociedad anónima a una asociación civil, persona jurídica regulada por el Código Civil que, a diferencia de la primera, no persigue finalidad lucrativa y no permite distribuir sus utilidades entre sus asociados.

Es de esta forma que, como indicamos en la sección 2.1.1.1, el accionista podría asumir obligaciones de carácter económico (como solidaridad frente a las obligaciones de la sociedad) y cambiar su situación jurídica, llegando incluso a la posibilidad de perder la totalidad del retorno de su inversión, en el caso (extremo) en que la sociedad se transforme en una persona jurídica sin fines de lucro (Molina, 2003, p. 1114).

Así, por medio de la transformación podría producirse un cambio de condiciones de la sociedad de una gravedad tal, que incluso podría entrañar consecuencias totalmente impensadas e indeseadas por parte de un accionista al ingresar a la sociedad, como las

indicadas en el escenario descrito. Sin perjuicio de lo mencionado, debe recordarse que como bien señala Elías (2015b), la transformación es un acto que revoluciona toda la estructura societaria, con lo cual aspectos relativos al plexo de derechos de los accionistas, la dinámica construida en función de las relaciones de estos últimos y el funcionamiento de los órganos sociales cambiarán drásticamente (p. 379). De esta manera, resulta razonable que, en general, la adopción de un acuerdo societario como el de transformación constituya un hecho que otorgue legitimidad objetiva para el ejercicio del derecho de separación.

Debemos, sin embargo, dejar constancia de un aspecto en particular: la transformación se produce, entre otras circunstancias, cuando hay una variación en la forma societaria adoptada (por ejemplo, de una sociedad comercial de responsabilidad limitada a una sociedad civil). No obstante, dicha situación no resulta equivalente al caso de una modificación de la modalidad de la sociedad (por ejemplo, la variación de una sociedad anónima ordinaria a una sociedad anónima cerrada). La adopción de un acuerdo que abarque este último supuesto no conferirá derecho de separación, toda vez que el mismo no constituye una transformación de la sociedad.

Finalmente, no podemos dejar de mencionar que conforme al artículo 338 de la LGS, el ejercicio del derecho de separación no liberará a aquellos socios miembros de sociedades que no les otorguen responsabilidad limitada, de las responsabilidades personales que les corresponda por obligaciones sociales contraídas antes de la transformación.

Tal supuesto no resultará aplicable a los accionistas de sociedades anónimas, toda vez que estas últimas les otorgarán siempre responsabilidad limitada a aquellos, de manera tal que no deberán responder en forma personal e ilimitada ante las obligaciones sociales.

2.2.1.1.7 Fusión

La fusión es otra especie de reorganización societaria regulada por la LGS, la cual permite –según el artículo 344 de dicha ley– que dos o más sociedades se reúnan para formar una sola, lo cual puede hacerse posible de dos formas: (a) mediante la constitución de una nueva sociedad, lo cual generará (i) la extinción de todas las demás sociedades

participantes de la fusión, y (ii) la transferencia de sus patrimonios a la nueva sociedad, en bloque y a título universal; o (b) mediante la absorción de una o más sociedades por otra existente al momento de la entrada en vigencia de la fusión, lo cual generará (i) la extinción de todas las sociedades absorbidas, y (ii) la transferencia de sus patrimonios a la sociedad absorbente, en bloque y a título universal.

Como consecuencia de la implementación de la fusión, los accionistas de las sociedades que resultaron extintas recibirán acciones emitidas de la sociedad constituida o absorbente (según la modalidad de fusión adoptada). Es decir, si bien ningún accionista de ninguna de las sociedades participantes de la fusión debe verse perjudicado por su implementación, toda vez que conforme a ley deben recibir una cuota de participación calculada según el valor acordado de los patrimonios de las sociedades participantes en la operación (la denominada “relación de canje”)⁶; es innegable que la ejecución de una fusión generará potenciales cambios estructurales en las sociedades participantes.

Entre otras, las modificaciones estructurales que podrían producirse afectarán tanto a los accionistas de las sociedades extintas como a los accionistas de la sociedad absorbente en el supuesto de una fusión por absorción. Desde luego, los primeros resultarán afectados a los principales cambios, toda vez que pasarán de formar parte de una sociedad a formar parte de otra, lo cual implicará el sometimiento a un nuevo estatuto y todo lo que ello pueda conllevar (distinta forma societaria, distinto objeto social, diferente estructura de los órganos societarios, distintas limitaciones a la transferencia de acciones, etc.).

Por otro lado, podemos afirmar que en el particular caso de una fusión por absorción, los accionistas de la sociedad absorbente no se verán afectados por un “cambio profundo” en la sociedad a la que pertenecen (la cual permanecerá con el mismo estatuto, salvo por el artículo relativo al capital social); sin embargo, la estructura accionaria definitivamente variará, de manera tal que las participaciones en el capital social con las que cuenten se verán diluidas al contar la sociedad de la que forman parte con un mayor

⁶ Con excepción de los accionistas ya presentes en la sociedad preexistente en caso de implementación de una fusión por absorción.

número de acciones emitidas (y sin que cuenten con un mecanismo que neutralice dicho efecto, como podría ser un derecho de suscripción preferente).

En suma, es razonable que los accionistas cuenten con la posibilidad de ejercer su derecho de separación ante la aprobación de una fusión, toda vez que dicho acuerdo potencialmente modificará aspectos estructurales y distintos elementos caracterizadores de las sociedades participantes en la fusión, conforme a lo descrito.

2.2.1.1.8 Escisión

La escisión es otra especie de reorganización societaria regulada por la LGS, la cual permite –según el artículo 367 de dicha ley– que una sociedad fraccione su patrimonio en dos o más bloques patrimoniales para transferirlos íntegramente a otras sociedades o para conservar uno de ellos. De esta manera, mientras la fusión sirve para unificar distintas sociedades y sus patrimonios, la escisión cumple una función opuesta: separa sociedades y genera que distintos activos y pasivos pertenecientes a una sociedad sean transferidos en bloque a otra u otras. Las escisiones pueden implementarse de dos maneras: (a) mediante la división del patrimonio de una sociedad en dos o más bloques patrimoniales, los cuales serán transferidos a nuevas sociedades o a sociedades preexistentes, y conllevará la extinción de la sociedad escindida; o (b) mediante la segregación de uno o más bloques patrimoniales de una sociedad que los transfiere a una o varias sociedades nuevas o preexistentes, de forma tal que la sociedad escindida no se extingue sino que ajusta su patrimonio en función al valor de los bloques segregados.

Como consecuencia de la implementación de la escisión, los accionistas de las sociedades escindidas recibirán acciones (o participaciones) emitidas por las sociedades receptoras de los bloques patrimoniales (sean estas nuevas o preexistentes). Al igual que en el caso de la fusión, si bien ningún accionista de ninguna de las sociedades participantes de la escisión debe verse perjudicado por su implementación (salvo que, unánimemente, se acuerde una escisión *non prorrata* y ello derive en que alguno o algunos accionistas no reciban acciones emitidas por la sociedad receptora de la inversión); es innegable que la ejecución de una escisión podría generar cambios estructurales en aquellas.

Entre otros, las modificaciones estructurales que podrían producirse afectarán tanto a los accionistas de las sociedades escindidas como a los accionistas de las sociedades receptoras de los bloques (en caso sean preexistentes). Los primeros resultarán siempre afectados a los principales cambios que se producirán, debido a que en todos los casos pasarán a formar parte de una nueva sociedad (sea que se mantenga o no la existencia de la sociedad escindida), motivo por el cual reconocemos en este caso la misma justificación que argüimos en la sección precedente como fundamento para la existencia del derecho de separación en el caso de los accionistas de sociedades extintas como consecuencia de la implementación de una fusión (salvo por el caso referido, según el cual la escisión acordada sea *non prorrata*).

Por otro lado, los accionistas de las sociedades preexistentes, receptoras de los bloques patrimoniales, encontrarían una justificación similar a la esgrimida en la sección anterior, cuando hicimos referencia a los accionistas de las sociedades absorbentes en el caso de una fusión. No obstante, ello *ex lege* no es así: el artículo 385 de la LGS otorga la posibilidad de ejercicio del derecho de separación únicamente “a los accionistas de las sociedades que se escindan” (el subrayado es nuestro). No se hace mención a los accionistas de las sociedades “participantes de la escisión”, e incluso la LGS es bastante clara en hacer la división entre estas sociedades, toda vez que en su artículo 367 distingue a las “sociedades escindidas” de las “sociedades absorbentes” y, de hecho, a lo largo de toda la regulación de la escisión, se refiere a la “sociedad escindida” como aquella que divide totalmente su patrimonio o segrega uno o más bloques patrimoniales (nunca como aquella que se beneficia de los mismos o los incorpora a su propio patrimonio). De esta manera, los accionistas de las sociedades beneficiarias de la escisión no cuentan con el supuesto de legitimidad objetiva requerido para ejercer su derecho de separación.

Nos resulta difícil de entender por qué en el caso de la fusión, los accionistas de las sociedades absorbentes podrían separarse de la sociedad ante la adopción del acuerdo de fusión, cuando los accionistas de las sociedades absorbentes de un bloque patrimonial no podrán hacerlo, por más que ambas situaciones resulten análogas. ¿Un problema de técnica legislativa? Muy probablemente ella sea la respuesta, dado que lo ideal hubiera sido conceder a los accionistas de las sociedades beneficiarias de la escisión la posibilidad de separarse de la sociedad.

Más allá del problema descrito, resulta claro que los accionistas de la sociedad escindida, en cualquier caso, resultarán afectados a la modificación de aspectos estructurales e, incluso, elementos caracterizadores de aquellas sociedades, toda vez que pasarán a formar parte de una nueva sociedad. Por tal motivo, resulta razonable que cuenten con la posibilidad de ejercer su derecho de separación ante la aprobación de un acuerdo como el descrito.

2.2.1.1.9 Si la junta general de accionistas de una sociedad irregular no accediera a la solicitud de regularización o disolución

Este supuesto hace referencia a un escenario de irregularidad de una sociedad peruana, conforme a las causales establecidas en la propia LGS, situación excepcional y anómala en la que una sociedad no cumple, de una forma u otra, con determinadas disposiciones de la ley, motivo por el cual es constituida en situación de irregularidad o esta última sobreviene durante el período de su existencia. En tal sentido, si la junta general de accionistas de la sociedad irregular no accediese a la solicitud de regularización o de disolución de esta, conforme le fuese presentada según el artículo 426 de la LGS, sus accionistas podrían separarse. Cabe indicar que el artículo 427 de la LGS no los exime de aquellas responsabilidades que puedan corresponderles hasta el momento de su separación.

Esta causal llama la atención en tanto puede ser interpretada de dos maneras distintas. Al decir que el derecho de separación puede ejercerse cuando “la junta general de accionistas no acceda a la solicitud de regularización o de disolución”, podemos entender que este órgano (a) manifiesta y expresamente se ha negado a aprobar la solicitud; o (b) sencillamente, ha omitido pronunciarse respecto de esta cuando debía hacerlo.

Podría argumentarse que solo cabría consignar como requisito objetivo la alternativa indicada en el literal (a) anterior, tratándose de un acuerdo de junta general de accionistas propiamente dicho, más aún cuando el artículo 200 de la LGS señala que será la adopción de determinados acuerdos lo que concederá el derecho a separarse de la sociedad (siendo este, además, el requisito objetivo que detalla la doctrina como regla general).

No obstante, somos de la opinión que ambas alternativas, tanto la (a) como la (b), permiten el ejercicio del derecho de separación: la (a), por los motivos expuestos en el párrafo anterior; mientras que la (b), porque: (i) en el fondo, constituye una regla acorde con la situación de excepcionalidad que entraña la irregularidad societaria; (ii) al no haber un plazo establecido para que la junta general de accionistas se pronuncie sobre la solicitud de regularización o de disolución, sería ilógico que esta pueda omitir pronunciarse y ello conlleve la negación del ejercicio del derecho de separación de aquellos accionistas que no desean continuar en una sociedad irregular; y (iii) la interpretación propuesta de la causal descrita no constituiría la única excepción de la LGS relativa al ejercicio del derecho de separación (veremos qué otras excepciones a la regla existen en la LGS en las siguientes secciones).

En cualquier caso, consideramos prudente conceder legitimidad objetiva para el ejercicio del derecho de separación a los accionistas de sociedades irregulares, cuando la junta general de accionistas no acceda a la solicitud de regularización o de disolución de la sociedad en cuestión.

2.2.1.1.10 Si se demuestra que el valor de aportes no dinerarios es inferior en veinte por ciento o más a la cifra en que se recibieron

Conforme a este caso, se concede la posibilidad de ejercer el derecho de separación al accionista que se encuentre dentro del siguiente escenario: (i) que haya realizado un aporte no dinerario (también conocido como “aporte en especie”); (ii) que dicho aporte haya sido revisado en cumplimiento de lo establecido por el artículo 76 de la LGS; y (iii) que del peritaje realizado con respecto al aporte no dinerario, se concluya que el valor de este es inferior, en veinte por ciento o más, a la cifra en que se recibió. Cabe señalar que, en dicho supuesto, el accionista aportante no solo contará con la posibilidad de ejercer su derecho de separación, sino que también podrá optar entre (a) la anulación de las acciones equivalente a la diferencia del valor del bien; o (b) el pago en dinero de la diferencia del valor del bien.

Al respecto, Elías (2015a) comenta que tal supuesto de legitimación objetiva bajo comentario no constituye una diferencia de opinión del accionista con relación a un acuerdo de la junta general de accionistas, sino que se trata de una de las opciones que

debe adoptar obligatoriamente ante un defecto en la valorización de su aporte (pp. 692-693). Ante ello, debemos precisar lo siguiente: el mismo artículo 76 de la LGS prescribe que “hasta que la revisión se realice por el directorio y transcurra el plazo para su comprobación no se emitirán las acciones que correspondan a las aportaciones materia de la revisión”. Con ello, vemos que quien realizó el aporte ha suscrito y pagado las acciones, pero hasta antes que se realice la revisión precitada, estas últimas no han sido emitidas. Debemos entender que con “emisión de las acciones” el artículo bajo comentario hace referencia a la emisión del certificado de acciones (representación de la acción).

Es en ese sentido, que el presente caso constituye otra excepción al derecho de separación, al permitir su ejercicio ante una situación distinta a la adopción de un acuerdo en junta general de accionistas.

2.2.1.1.11 Modificación del contenido del programa de fundación

Conforme a este supuesto, se permite ejercer el derecho de separación a personas que no cuentan con la calidad de accionistas de una sociedad debidamente constituida, sino de “suscriptores”. Tal posición jurídica puede ser ocupada por quien suscriba acciones en el marco de la constitución de una sociedad por oferta a terceros, una de las dos modalidades que la LGS regula para el establecimiento de sociedades en Perú. Esta modalidad funciona, *grosso modo*, de la siguiente manera: un grupo de personas denominadas “fundadores” redactan un programa de constitución de sociedad, que contiene todos los términos y condiciones para la constitución de una nueva sociedad y la suscripción de acciones por parte de aquellos terceros que se adherirán a dicho programa, quienes serán los “suscriptores”. Estos últimos se reunirán en asambleas de suscriptores en las que podrán decidir, entre otras cosas, la modificación del programa de constitución.

Pues bien, la excepción a la regla en este particular caso es que hablamos de suscriptores, no de accionistas, quienes tendrán derecho de separación. Recordemos que, conforme a la LGS, la asamblea de suscriptores constituye un órgano temporal, posicionado en una etapa anterior a la de la constitución de la sociedad (Elías, 2015a, p. 692). Por ende, en el escenario bajo comentario, se facultaría a personas que no cuenten con la calidad de accionistas a ejercer el derecho de separación, constituyendo la causal

bajo comentario otra excepción a las reglas generales que rigen el funcionamiento de dicho derecho.

Cabe indicar que, conforme a Elías (2015a), un sector de la doctrina no considera que supuestos como el mencionado en la presente sección (artículo 63 de la LGS) o en la anterior (artículo 76 de la LGS) representen escenarios donde se ejerce propiamente el derecho de separación. No obstante, la ley los califica expresamente como de separación de la sociedad (pp. 692-693). Por tal motivo, hemos decidido revisarlos en el presente trabajo.

2.2.1.1.12 *Otros supuestos previstos en la ley o el estatuto*

El artículo 200 de la LGS abre la posibilidad de la existencia de otros supuestos legal o estatutariamente previstos. Con relación a los primeros, debemos acotar que los escenarios aquí expuestos, diferentes de los previstos en el artículo 200 de la LGS, son los supuestos legales a que hace referencia el referido artículo (por ejemplo, los acuerdos de transformación, fusión o escisión, que se regulan en artículos distintos).

Por otro lado, el artículo 200 de la LGS permite que otros acuerdos estatutariamente establecidos puedan gatillar el ejercicio del derecho de separación. Tales acuerdos deberán ser adicionales a los legalmente definidos toda vez que, como bien señala en su último párrafo el artículo señalado, “es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio”, en el entendido que la reducción de los supuestos legalmente previstos que permiten el ejercicio del derecho de separación constituye una forma de exclusión del derecho, aunque sea parcialmente.

Dejamos en claro que interpretamos que el artículo 200 de la LGS permite la incorporación únicamente de acuerdos, y no de otra clase de hechos o actos jurídicos, no solo partiendo de una aproximación literal (al indicar tal artículo en su primer párrafo que la “adopción de los acuerdos que se indican a continuación (...) concede el derecho a separarse de la sociedad” (el subrayado es nuestro)), sino también de una aproximación finalista (toda vez que el instituto, tal como se encuentra regulado, parte de la premisa de la adopción de un acuerdo, estableciendo incluso un mecanismo que considera como un hito esencial la adopción del mismo). Diferente sería un escenario como el descrito por Alonso (2013), quien al comentar el ordenamiento jurídico español destaca que

constituye una exigencia legal determinar en los estatutos el modo en que se acreditará la causa, así como la forma y plazo de ejercicio del derecho de separación, cuando se incorporen como causales que permitan su ejercicio hechos o circunstancias no vinculados a acuerdos sociales (p. 97). Dicha habilitación legal no se encuentra presente en el artículo 200 de la LGS.

2.2.1.2 Requisitos subjetivos

El artículo 200 de la LGS indica que cuentan con legitimación para ejercer su derecho de separación los siguientes accionistas:

1. Aquellos que se hayan opuesto al acuerdo en cuestión, en la medida que hubiesen hecho constar en acta su oposición al mismo;
2. Aquellos que hubiesen estado ausentes en la sesión de junta general de accionistas en la cual se aprobó el acuerdo en cuestión;
3. Aquellos que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto; y
4. Aquellos que sean titulares de acciones sin derecho a voto.

Cabe hacer hincapié en un aspecto vinculado al primer supuesto de legitimación subjetiva: como bien señala Elías (2015a), nuestra LGS no se limita a exigir el voto en contra, sino que requiere que tales accionistas disidentes dejen constancia en el acta de la junta general de accionistas respecto a su oposición al acuerdo (p. 694). En ese sentido, aquellos accionistas que se opongan a los acuerdos que faculten al ejercicio del derecho de separación (o sus representantes, de ser el caso) deberán previamente ejercer su derecho a dejar constancia en el acta del sentido de sus intervenciones y votos emitidos, recogido en el artículo 135 de la LGS. Solamente de esa manera contarán con legitimación suficiente para poder ejercer su derecho de separación. Tal requerimiento es, además, análogo al establecido en el artículo 140 de la LGS, relativo al derecho de impugnación de acuerdos societarios (Hundskopf, 2010, p. 263).

Con relación a los demás supuestos de legitimación, nos remitimos a los comentarios esbozados en la sección 2.1.1.2 precedente.

2.2.1.3 Manifestación de voluntad

Una vez cumplidos los requisitos objetivo y subjetivo, aquel accionista que desee ejercer su derecho de separación contará con legitimación jurídica para hacerlo. En tal sentido, el derecho de separación podrá ser ejercido mediante el envío de una carta notarial por parte del accionista disidente a la sociedad, en la cual deberá manifestar expresamente que desea ejercer dicho derecho.

Ahora bien, el plazo máximo para el ejercicio del derecho de separación estará determinado en función a un deber en cabeza de la sociedad: la publicación del acuerdo que dé lugar al ejercicio del derecho de separación. Así, el artículo 200 de la LGS señala que:

Aquellos acuerdos que den lugar al derecho de separación deben ser publicados por la sociedad, por una sola vez, dentro de los diez días siguientes a su adopción, salvo aquellos casos en que la ley señale otro requisito de publicación.

Requisitos de publicación distintos al ya señalado se encuentran en los artículos 337, 355 y 385 de la LGS, relativos a la publicación de los avisos de transformación, fusión y escisión, respectivamente. Los tres prescriben que tales avisos deberán ser publicados tres veces, con cinco días de intervalo entre cada aviso. Asimismo, los tres señalan expresamente que el plazo para el ejercicio del derecho de separación empezará a contarse a partir de la publicación del último aviso, constituyendo así una excepción a la ya indicada regla general.

Entonces, conforme al artículo 200 de la LGS, el derecho de separación podrá ser ejercido mediante el envío de una carta notarial que deberá entregarse a la sociedad, hasta el décimo día siguiente a la fecha en que esta última publique el referido aviso.

Ahora bien ¿qué ocurre si se incumple con la publicación del aviso? Pues en tal caso, conforme enseña Elías (2015a), el incumplimiento de tal deber dará lugar a la prórroga indefinida del plazo para que los accionistas puedan ejercer su derecho de separación, conforme al artículo 43 de la LGS (p. 694). En efecto, el artículo mencionado señala que la falta de publicación, dentro del plazo legal, de los avisos sobre determinados acuerdos societarios en protección de los derechos de los accionistas o de terceros,

prorrogará los plazos que la ley confiere a estos para el ejercicio de sus derechos, hasta que se cumpla con realizar la publicación.

Es importante destacar que la publicación de los avisos de transformación, fusión y escisión es requisito indispensable para que tales acuerdos puedan ser inscritos en los Registros Públicos⁷, no resultando necesario para los demás acuerdos que gatillan el ejercicio del derecho de separación. Sobre tales casos se ha pronunciado el Tribunal Registral en las Resoluciones n.º 080-2001-ORLC/TR (2001) y n.º 191-2000-ORLC/TR (2000), y ha señalado que: (i) no constituye requisito para la inscripción de los acuerdos (distintos a los casos ya señalados, por supuesto) la acreditación de la publicación del aviso que habilita a los accionistas ejercer su derecho de separación; (ii) el ejercicio del derecho de separación no suspende la entrada en vigencia del acuerdo; y (iii) el mismo es inscribible inmediatamente después de adoptado.

2.2.2 Consecuencias derivadas del ejercicio del derecho de separación

2.2.2.1 Pérdida de la calidad de accionista

La LGS no hace referencia expresa a esta trascendental consecuencia derivada del ejercicio del derecho de separación. Sobre el particular, solo indica en su artículo 200 que “la adopción de los acuerdos que se indican a continuación, concede el derecho a separarse de la sociedad (...)” (el subrayado es nuestro). Sin embargo, el poder “separarse de la sociedad” no es explicado de manera explícita en el cuerpo de la LGS.

Nos encontramos, pues, que la ley no ofrece una definición expresa al derecho de separación; esto es, el artículo 200 de la LGS no le atribuye un significado determinado, sino que indica los supuestos de hecho que habilitan el ejercicio del derecho en cuestión y las consecuencias jurídicas derivadas del mismo. Sobre el particular, señala De la Puente (2007) que las definiciones pueden clasificarse en “nominales” o “estipulativas” (las que atribuyen al instituto determinado significado querido por el legislador), y

⁷ Con excepción de cuando el acuerdo de transformación sea adoptado en junta universal de accionistas, conforme al artículo 117 del Reglamento del Registro de Sociedades (Resolución n.º 200-2001-SUNARP-SN, 2001).

“reales” o “lexicológicas” (las que describen el significado que realmente tiene el acto o bien) (p. 47).

Al respecto, consideramos que adoptando la clasificación propuesta por De la Puente, el derecho de separación en la LGS no contaría con una definición nominal, pero sí con una real, toda vez que de la revisión del artículo 200 de dicho cuerpo legal, el intérprete puede extraer los efectos asignados por el legislador al ejercicio del derecho de separación.

En ese sentido, compartimos el punto de vista de De la Puente (2007) con relación a las definiciones legislativas, cuando afirma (partiendo de la rama que estudia en su obra, el Derecho Civil) que el legislador moderno tiene el deber de guiar al intérprete sobre el contenido real de las disposiciones de la ley, instrumento para plasmar su concepto del área del Derecho correspondiente. Ante el riesgo derivado de utilizar definiciones y, así, encasillar el Derecho, es preferible que el intérprete sepa cuál es la opción adoptada por el legislador (aunque esta pueda ser equivocada), en lugar de quedar en la incertidumbre, lo cual –a la postre– conduce al capricho y al error (p. 48).

En atención a lo anterior, vemos que el artículo 200 de la LGS señala que “las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación se reembolsan al valor que acuerden el accionista y la sociedad” (el subrayado es nuestro). ¿Qué significa ello? La Real Academia Española (s. f.) define “reembolso” como “acción y efecto de reembolsar”, y a este último término lo define como “volver una cantidad a poder de quien la había desembolsado” (Real Academia Española, s. f.). En virtud de ello, podemos entender, de una interpretación exclusivamente literal de la palabra, que mediante el “reembolso” el monto desembolsado por las acciones sería devuelto al accionista e, indirectamente, tales acciones regresarían a la esfera jurídica de la sociedad (la cual las emitió). Volveremos al concepto de “reembolso” más adelante en el presentetrabajo.

Advertimos, pues, que el efecto de la pérdida de la calidad de accionista, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, emana de una lectura conjunta de los fragmentos precitados del artículo 200 de la LGS. Sin embargo, ¿desde cuándo el accionista pierde su calidad como consecuencia del ejercicio del derecho de separación?

Vimos en la sección 2.1.2.1 que existían, básicamente, dos alternativas: la pérdida de la calidad de accionista se producía (a) cuando la sociedad recibía la comunicación del accionista donde indicaba que ejercía su derecho de separación; o (b) cuando el accionista recibía el pago por el valor de sus acciones. Ante una falta de pronunciamiento de nuestra LGS, debemos ponderar qué postura nos parece más acorde a la legislación peruana.

Farrando (1998) sustenta la primera alternativa alegando que le parece ilógico hacer participar en la vida social (y sus correspondientes resultados, sean estos positivos o adversos) a quien ha manifestado expresamente que no quiere continuar en la sociedad. Asimismo, indica que, a efectos de evitar perjuicios al accionista disidente, la adopción de esta alternativa debe comprender también (i) la obligación a la sociedad de satisfacer intereses desde la fecha de la comunicación del accionista, hasta la fecha efectiva del pago total del reembolso; y (ii) el establecimiento de un plazo máximo para que el pago mencionado se produzca. Por otro lado, postula que la junta general de accionistas podrá revocar el acuerdo que gatilló el ejercicio del derecho de separación, gozando dicha alternativa de un límite temporal delimitado por el pago de la cuota de separación (pp. 156-158).

Por su lado, Brenes (1999) defiende la segunda alternativa, y enumera tres ventajas vinculadas a su adopción: (i) permite que el accionista disidente pueda revocar su declaración y evitar el procedimiento de reembolso; (ii) permite que la junta general de accionistas pueda acordar enervar la eficacia del acuerdo que motivó el ejercicio del derecho de separación, con lo cual se produciría su inmediata caducidad; y (iii) permite imputar al accionista los resultados producidos en las operaciones sociales durante el período que media entre su declaración de separación y la extinción definitiva de su calidad de accionista (pp. 456-457).

En el medio local, Navarrete (2019) comparte la opinión de Farrando y sustenta su afirmación bajo la premisa de que el derecho de separación evidencia la decisión del accionista de no seguir vinculado por el pacto social, perdiendo así la *affectio societatis* que –señala– constituye un elemento esencial de vinculación entre los accionistas y las sociedades que aquellos conforman (párr. 12). Agrega que en caso el acto societario que gatilló el ejercicio del derecho de separación esté sujeto a aprobación gubernamental, se considerará que el accionista perdió dicha condición a partir del momento en que la mencionada aprobación gubernamental es notificada, ya que desde ese momento se puede

considerar que el acuerdo societario en cuestión se implementó debidamente. Será a partir de aquel momento que correrá el plazo de dos meses para efectuar el reembolso (párr. 21).

En nuestra opinión, si bien nos parecen interesantes las flexibilidades derivadas de adoptar la alternativa propuesta por Brenes, debemos decantar nuestra elección por la propuesta de Farrando; esto es, que el accionista disidente perderá su calidad de accionista desde el momento en que la comunicación mediante la cual ejerce su derecho de separación es conocida por la sociedad (considerando el carácter recepticio de dicha comunicación). No solo nos basamos para afirmar esto en la pérdida de la *affectio societatis*, sino que consideramos que la otra alternativa dejaría al accionista disidente en una situación de “limbo”.

Nos explicamos: al tratarse de un accionista que indefectiblemente terminará retirándose porque en ese sentido ha manifestado su voluntad ¿resulta coherente mantenerlo informado de la marcha social y que pueda continuar participando de la toma de decisiones? No, a nuestro parecer. Por otro lado, de mantenerlo como accionista (a efectos de que se le imputen los resultados producidos en las operaciones sociales hasta que se le pague el reembolso), no podríamos negarle los demás derechos que corresponden a dicha posición, toda vez que de hacerlo implicaría crear una calidad de accionista *sui generis* que la propia ley no ha previsto.

Es en atención a lo mencionado que consideramos más sólida y viable jurídicamente la primera alternativa, defendida por Farrando. Inclusive, el artículo 200 de la LGS prevé las medidas de protección adicional que dicho autor postula (devengo de intereses desde el efectivo ejercicio del derecho de separación y plazo máximo para el pago del reembolso). Por ello, afirmamos que una vez el accionista disidente ejercite eficazmente su derecho de separación (es decir, cuando su comunicación le sea notificada a la sociedad), cambiará su estatus por el de acreedor de la sociedad.

2.2.2.2 Transferencia de las acciones recedidas

Como ya se ha indicado, conforme a la legislación peruana los gastos del “divorcio” producido entre accionista y sociedad como consecuencia del ejercicio del derecho de separación del primero correrán a cuenta y cargo de la sociedad: es esta última quien

deberá reembolsarle al accionista el valor de sus acciones, con lo cual se produce un evidente detrimento patrimonial (Abramovich, 2011, p. 577). Ahora bien ¿qué ocurre con las acciones recedidas?

Como hemos señalado en la sección 2.1.2.2 precedente, existen varias alternativas respecto a cómo proceder en el sentido descrito. Lo que ocurre con el artículo 200 de la LGS, sin embargo, no es constructivo: dicho artículo omite indicar cuál es el destino final de las acciones. Además de lo ya señalado, el artículo 200 de la LGS emplea cuatro párrafos para regular cuánto y cuándo se debe pagar por las acciones; sin embargo, tales soluciones corresponden a otra consecuencia que describiremos (el reembolso al accionista disidente por el valor de las acciones recedidas).

Partamos de la premisa que hemos adoptado en la sección 2.2.2.1 precedente: el accionista disidente pierde su calidad como tal cuando ejerce eficazmente el derecho de separación. Dicha pérdida entrañaría, desde un punto de vista contable enfocado en el accionista disidente, el cambio de un activo por otro: el accionista pierde dicha calidad, porque sus acciones escapan de su esfera jurídica, pero se vuelve acreedor de la sociedad de la cual se separó. ¿Y qué ocurrió con las acciones recedidas? Consideramos que las mismas habrían sido transferidas a favor de la sociedad. Sin embargo, esta última afirmación podría parecer, desde un primer vistazo, incompatible con nuestra LGS ¿el motivo? Las acciones en cartera y la regulación del artículo 104 de la LGS.

Las acciones emitidas por determinada sociedad se encuentran en su cartera (situación que también es denominada como “autocartera de acciones”) cuando dicha sociedad es titular de aquellas. A nivel contable, se denominan “acciones en tesorería” y son contabilizadas como una cuenta patrimonial de saldo deudor, siendo específicamente una contra cuenta del capital social (Nobles, Mattison y Matsumura, 2017, p. 698).

Dentro de las posibles clasificaciones expuestas por Abramovich (2001), se encuentra la autocartera originaria (que se constituye cuando las acciones han tenido desde su creación la condición de autocartera) y la autocartera derivada (que se constituye cuando la sociedad adquiere, con posterioridad a su emisión, acciones representativas de su capital social) (pp. 88-89). Precisamente, en nuestra opinión la autocartera que se generaría como consecuencia del ejercicio del derecho de separación sería derivada, toda vez que las acciones recedidas estuvieron previamente bajo la titularidad de un accionista que ejerció el referido derecho. En esta situación, quedarán en suspenso los derechos

políticos o económicos correspondientes a las acciones en cartera (Abramovich, 2001, p. 89).

Ahora bien, el artículo 104 de la LGS permite que la sociedad adquiera sus propias acciones con cargo a beneficios o reservas libres, siempre que se cumpla con las condiciones y procedimientos previstos en dicho artículo. Pues bien, el referido artículo ofrece cuatro escenarios bajo los cuales ello es viable:

1. Previo acuerdo de junta general de accionistas, para amortizar las acciones sin reducir el capital social. El referido acuerdo deberá contemplar también el incremento proporcional del valor nominal de las demás acciones, a fin de que el capital social quede dividido entre ellas en alícuotas de igual valor;
2. Para amortizar las acciones sin reducir el capital social, conforme se indica en el numeral anterior, pero entregando a cambio títulos de participación que otorguen el derecho de recibir por tiempo determinado un porcentaje de las utilidades distribuibles de la sociedad;
3. Sin necesidad de amortizar las acciones, cuando la adquisición se haga para evitar un daño grave, en cuyo caso deberán venderse en un plazo no mayor de dos años; y
4. Previo acuerdo de junta general de accionistas, y sin necesidad de amortizar las acciones, para mantenerlas en cartera por un período máximo de dos años y en un monto no mayor al 10% del capital social suscrito.

Se observa que las acciones en cartera pueden tener múltiples destinos, pero –con excepción del supuesto referido a evitar un daño grave– en todos los casos en que una sociedad adquiera acciones de propia emisión con cargo a beneficios o reservas libres, precisará del acuerdo de la junta general de accionistas. El motivo: se están empleando recursos cuya disposición corresponde a los accionistas, quienes de otra forma podrían acordar que estos pasen a integrar una reserva facultativa, o que se distribuyan a manera de dividendos (por mencionar algunos ejemplos). Por ello, es lógico que la ley prescriba el previo acuerdo de la junta general de accionistas.

Sin embargo, vemos que ante el ejercicio del derecho de separación existe una (aparente) colisión entre el derecho del accionista disidente de separarse, y el derecho de los demás accionistas de decidir sobre el patrimonio de la sociedad. Ello, no obstante, no es materia controvertida: como ya hemos indicado, la ley dispone que el “divorcio” entre accionista y sociedad será asumido por esta última con cargo a su patrimonio, el cual indefectiblemente disminuirá.

Si, ante el cumplimiento de los requisitos objetivo y subjetivo, determinado accionista ejerce su derecho de separación, y la sociedad cuenta con reservas de libre disposición, en estricta aplicación del artículo 104 de la LGS las acciones podrían ser adquiridas y –en tal caso– quedarían incorporadas a su cartera; de no ser así, solamente cabría amortizarlas y reducir el capital. Conforme a lo expuesto, ambas situaciones precisarían de un acuerdo de junta general de accionistas que habilite dicho proceder; sin embargo ¿ello será siempre así?

Como indicamos de manera precedente, las acciones son en nuestro ordenamiento jurídico valores mobiliarios nominativos (conforme al artículo 257.1 de la Ley de Títulos Valores), por lo cual estas no pueden devenir en *res nullius*. De ser ejercido el derecho de separación, las acciones del accionista disidente abandonan su esfera jurídica, y el único lugar al cual pueden ser transferidas es a la autocartera de la sociedad que las emitió. Como se ve, ello trasgrediría las disposiciones del artículo 104 de la LGS de manera flagrante, debido a que en este caso las acciones estarían incorporándose a la autocartera de la sociedad sin acuerdo previo de la junta general de accionistas.

Con relación al particular, otro trabajo ya se ha manifestado y ha aportado una solución. Núñez (2018) señala que el artículo 104 de la LGS no es aplicable directamente en caso la sociedad adquiriera, inevitablemente, las acciones del accionista disidente (p. 76). Para arribar a dicha conclusión, expone una serie de argumentos, de los cuales suscribimos los siguientes: (i) la “adquisición” de acciones de propia emisión se produce como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, con lo cual no se cumple el presupuesto del artículo 104 de la LGS (relacionado a la voluntariedad con la que procede la sociedad en dicha adquisición); y (ii) la LGS no prescribe la aplicación del artículo 104 ante el ejercicio del derecho de separación (de hecho, no brinda una solución sobre el particular) (pp. 74-76).

Asimismo, Hundskopf (2010) señala que, en términos pragmáticos, la sociedad que recibe la comunicación de los accionistas que están ejerciendo el derecho de separación, se obliga a reembolsar el valor de las acciones (conforme a los criterios establecidos en el artículo 200 de la LGS), siendo en consecuencia un supuesto de “adquisición forzosa”, producto de la cual la sociedad se convierte en titular de sus propias acciones (p. 268).

En virtud de los argumentos precitados, el panorama se aclara: si el accionista ejerce su derecho de separación, pierde su calidad de accionista al hacerlo y pasa a ser, por imperio de la ley, un acreedor de la sociedad. Cuando ello ocurra, habrá operado una transferencia de las acciones recedidas a favor de la sociedad que las emitió, sin que medie un acuerdo de junta general de accionistas aprobando la creación de autocartera o la amortización de las acciones. Ello conllevará toda una serie de consecuencias legales vinculadas a la pérdida de derechos sobre las acciones en cartera, cuestión ya expuesta. De manera posterior, cuando la junta general de accionistas se reúna⁸, deberá acordar el destino de las acciones en cartera. En ese sentido, mediante acuerdo de dicho órgano los accionistas podrán (i) formalizar su incorporación a la autocartera, (ahora sí) en aplicación del artículo 104 de la LGS, siempre que existan reservas de libre disposición; o (ii) reducir el capital social y amortizarlas, con todas las formalidades que dicha alternativa conlleva. Ante este último escenario, Núñez (2018) contempla la posibilidad de que no se reduzca el capital, sino que se le otorgue la posibilidad de que los accionistas o terceros puedan adquirir las acciones recedidas (pp. 76-77). Coincidimos, y estimamos que tal posibilidad debería ser viable.

2.2.2.3 Reembolso al accionista disidente del valor de las acciones recedidas

Como adelantamos, la LGS regula con detalle distintos aspectos vinculados al reembolso al cual se verá obligada la sociedad una vez que el accionista disidente ejerza su derecho de separación válidamente. Dos preguntas guardan relación con la consecuencia bajo

⁸ El Tribunal Registral ya ha señalado en su Resolución n.º 213-99-ORLC/TR (1999) que el acuerdo de reducción de capital no es una consecuencia necesaria del ejercicio del derecho de separación, con lo cual deberá adoptarse con sus propios requisitos en sesión de junta general de accionistas distinta a aquella en la que se adoptó el acuerdo que posibilitó el ejercicio del derecho de separación.

comentario: (i) ¿cuánto debe pagar la sociedad por las acciones recedidas?; y (ii) ¿cómo proceder al pago?

Con relación a la primera pregunta, el artículo 200 de la LGS establece una solución principal y una subsidiaria a la anterior. En primer lugar, las acciones se reembolsarán al valor que acuerden el accionista y la sociedad (solución principal). A su vez, dicha negociación está sujeta a un límite, y es que el valor fijado acordado no podrá ser superior al que resulte de aplicar las valuaciones a ser expuestas en el párrafo siguiente.

De no haber acuerdo, las acciones se valorizarán en función a los mecanismos establecidos para tales efectos (solución subsidiaria). Ahora bien, ¿cuáles son tales mecanismos? Pues el referido artículo establece dos: (i) de tratarse de acciones con cotización bursátil, estas se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre; y (ii) de tratarse de acciones extrabursátiles, estas se reembolsarán al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación. Como hemos indicado en el capítulo I, el valor en libros es el cociente obtenido de la división entre el patrimonio neto y el número de acciones.

Respecto de la fecha de corte para la determinación del “último semestre” en el caso del reembolso de las acciones con cotización bursátil, Abramovich (2011) considera que, si bien la LGS es imprecisa (toda vez que no la define), esta debería ser la fecha de aprobación del acuerdo correspondiente por parte de la junta general de accionistas (requisito objetivo), puesto que –en sus palabras– es únicamente a partir de ese momento que propiamente se configura la causal que habilita el ejercicio del derecho de separación (p. 573).

Con relación a la segunda pregunta, el reembolso deberá efectuarse en un plazo no mayor de dos meses contados a partir de la fecha del ejercicio del derecho de separación. Asimismo, el pago del reembolso está sujeto al devengo de intereses: por un lado, se devengarán intereses compensatorios entre la fecha del ejercicio del derecho de separación y la fecha del pago, aplicando para ello la tasa más alta permitida por ley para los créditos entre personas ajenas al sistema financiero; por otro lado, se devengarán adicionalmente intereses moratorios si transcurriese el plazo referido sin que la sociedad haya efectuado el reembolso.

Por último, es importante destacar que la LGS permite a la sociedad solicitar judicialmente la ampliación del plazo o forma de pago del reembolso al accionista disidente, si aquel pusiese en peligro la estabilidad financiera de la sociedad o si esta no estuviese en posibilidad de realizarlo.

Como indicamos en la sección 2.1.2.3, la consecuencia bajo comentario ocupa una posición central en el presente trabajo, motivo por el cual será desarrollada con mayor detalle en las siguientes páginas.

2.2.3 Concepto de derecho de separación en Perú

Habiendo recogido distintos aspectos vinculados con el ejercicio del derecho de separación y su regulación en Perú, nos atrevemos a construir un concepto de dicho instituto aplicable a nuestro ordenamiento jurídico. En ese sentido, el derecho de separación es un derecho:

1. Cuyo ejercicio está supeditado, principalmente, a la adopción en junta general de accionistas de acuerdos que modifiquen determinados aspectos relevantes del estatuto o reorganicen la sociedad, sin perjuicio de los demás acuerdos que a nivel estatutario puedan definirse como causales que posibiliten el ejercicio del derecho de separación;
2. Que, como regla general, permite a ciertos accionistas facultados por ley, a dejar dicha condición si ejercen el derecho;
3. En virtud del cual el accionista que lo ejerza recibirá una suma dineraria como reembolso por sus acciones, pagadera por la sociedad emisora de aquellas, según el valor que accionista y sociedad acuerden o, en su defecto, que determine la ley; dentro de plazo determinado y con sujeción al pago de intereses.

2.3 Elementos caracterizadores del derecho de separación

Los distintos elementos que conceptualizan y configuran al derecho de separación pueden ser sistematizados mediante la enumeración de sus múltiples características. Si bien algunos autores difieren en dicha enumeración o sostienen individualmente algunas características que los demás no comparten expresamente, en términos generales puede afirmarse que existen ciertos elementos que caracterizan al derecho de separación, visto en puridad como derecho de accionista, así como a su ejercicio y a las consecuencias que el mismo conlleva.

2.3.1 Características del derecho de separación

2.3.1.1 Derecho individual del accionista

Una característica del derecho de separación en que coincide la doctrina señala que este es inherente a la calidad de accionista y constituye un derecho de carácter individual. Precisamente, la etiqueta de “derecho individual del accionista” conlleva toda una serie de consideraciones que serán expuestas, de manera oportuna, cuando se aborde la naturaleza jurídica del derecho de separación (sección 2.6.2).

Sin perjuicio de ello, podemos explicar preliminarmente una de las consideraciones que mejor delimitan la característica bajo comentario: el ejercicio del derecho de separación dependerá de la voluntariedad del accionista que lo ejerza, la cual es para Velasco (1976) “la nota más destacada de este derecho” (p. 11). Tal afirmación nos vale una doble lectura.

Por un lado, únicamente será el accionista quien decida ejercer el derecho de separación por medio de su sola declaración de voluntad efectuada conforme a ley. Ello, a su vez, le vale la calificación de acto recepticio, debido a que resulta necesario que su ejercicio llegue a conocimiento de la sociedad para poder desplegar sus efectos (Dasso, 1985, p. 77), como hemos indicado.

Por otro lado, el ejercicio del derecho de separación será unilateral, con lo cual para tales efectos no se requerirá del concurso o aceptación por parte de los otros accionistas ni de la sociedad (Brenes, 1999, p. 27).

2.3.1.2 De carácter económico-patrimonial

Otro aspecto en el que coincide la doctrina es el relativo al carácter económico-patrimonial del derecho de separación. Tal característica es explicada por Ramos (2004), quien señala que la evaluación que realice el accionista, de mantener sus acciones o separarse de la sociedad, dependerá del quantum dinerario que deberá arriesgar o de las posibles ventajas que le pudiese corresponder si llegase a ejercer su derecho de separación (p. 333).

La característica bajo comentario constituye un elemento delineador del derecho de separación como tal. Sin embargo, encuentra sentido especialmente al analizar las consecuencias del ejercicio de dicho derecho, a las cuales nos referimos en la sección 2.2.2 precedente. Estas tendrán un impacto fundamentalmente económico tanto en el accionista que ejerce el derecho de separación como en la sociedad de la cual este último se separa.

Los efectos derivados del ejercicio del derecho de separación resultan siendo los siguientes: por el lado del accionista, se generará un crédito por el valor de sus acciones, con lo cual este quedará convertido en acreedor de la sociedad (Dasso, 1985, p. 78). Mientras tanto, por el lado de la sociedad, se generará una obligación: la de satisfacerle al accionista el valor de su cuota en el patrimonio social (Farrando, 1998, p. 66). Tales efectos se encuentran íntimamente ligados, al punto que constituyen dos caras de una misma moneda.

Es en virtud de lo señalado, que afirmamos que el contenido de la tutela que ofrece el derecho de separación al accionista es esencialmente económico-patrimonial: el accionista que se separe de la sociedad recibirá, como consecuencia del ejercicio válido de su derecho, el pago de una suma dineraria. Diversos aspectos que complementan la explicación de la característica bajo comentario serán abordados en el capítulo III, cuando tratemos las finalidades del derecho de separación y del reembolso producido como consecuencia de su ejercicio.

2.3.1.3 Inderogable

Una tercera característica que la doctrina confiere al derecho de separación es su inderogabilidad; esto es, que el mismo no puede ser excluido o suprimido del estatuto

social en ningún momento, ni al constituirse la sociedad ni de manera posterior, mediante acuerdo mayoritario de la junta general de accionistas. Asimismo, tampoco puede hacerse más gravoso, como bien indica Brenes (1999, p. 158).

Esta característica importa calificar al derecho de separación, por un lado, como uno de fuente legal, a ser empleado en aquellos supuestos prescritos por ley, sin que ello enerve la posibilidad de que estatutariamente se establezcan supuestos adicionales para su aplicación (Dasso, 1985, p. 77). Por otro lado, importa también calificarlo como un derecho de carácter imperativo (Alonso, 2013, p. 96).

Tal característica resulta íntimamente ligada con la clasificación del derecho de separación como un derecho individual del accionista, por lo cual para mayores comentarios nos remitiremos a la sección donde abordamos la naturaleza jurídica del instituto.

2.3.1.4 Irrenunciable de manera anticipada

Una cuarta característica enunciada por la mayoría de la doctrina constituye la irrenunciabilidad del derecho de separación por parte del accionista, de manera anticipada a la ocurrencia del evento que gatille su ejercicio.

Como hemos indicado de manera precedente, el derecho de separación cuenta con dos vertientes: una abstracta y otra concreta. De esta manera, todos los accionistas gozarán del derecho de separación, pero solo podrán ejercerlo aquellos que cuenten con legitimación objetiva y subjetiva.

En tal sentido, la doctrina coincide en que el derecho de separación es perfectamente renunciabile en cada oportunidad en que se cuente con la referida legitimación. Finalmente, resultaría en algo tan sencillo como, por ejemplo, no ejercer el derecho cuando se tenga la oportunidad, sin que ello constituya una afectación a terceras personas o una renuncia al derecho en su vertiente abstracta. Por ello, la doctrina es pacífica en atribuirle la característica de renunciabile *in concreto*.

Cosa distinta es, empero, la renuncia total al derecho de separación; esto es, a la posibilidad de ejercerlo en determinada sociedad, desde que se adquiere la calidad de accionista hasta que se pierde. Sobre el particular, Farrando (1998) considera que se trata

de un derecho renunciable de manera anticipada, arguyendo que dicha renuncia no sería contraria al orden público ni perjudicaría a terceros, demás accionistas ni a la sociedad en cuestión (p. 69). No obstante, cabe indicar que su postura es minoritaria.

De manera opuesta, Brenes (1999) sostiene que el derecho de separación es irrenunciable en su vertiente abstracta, toda vez que admitir su renuncia preventiva podría conducir a dejar sin eficacia práctica a sus normas reguladoras; esto es, constituir un mínimo imperativo de protección del accionista (p. 158).

Entendemos que las posturas de uno y otro autor obedecen a sus correspondientes perspectivas respecto al derecho de separación como mecanismo de protección de las minorías. Sin perjuicio de ello, consideramos que la postura de Brenes es más coherente con la propia naturaleza de derecho individual del accionista, toda vez que de admitirse su renuncia *in abstracto* terminaría perdiendo su efectividad como herramienta de tutela del accionista. Piénsese, por ejemplo, en un caso en el que se condicione el ingreso de algún accionista a una sociedad con cargo a su efectiva renuncia al derecho de separación. De admitir dicha posibilidad, estimamos que el instituto perdería razón de ser en la legislación societaria. No obstante, la posibilidad de la renuncia *in concreto* resulta, a todas luces, indiscutible.

2.3.2 Características del ejercicio del derecho de separación

2.3.2.1 Tiene por consecuencia la pérdida de la calidad de accionista

La doctrina coincide, sin mayor controversia, en que una de las principales características del ejercicio del derecho de separación es la relativa a la pérdida de la calidad de accionista de quien se separe de la sociedad, cuestión a la cual ya nos hemos referido en reiteradas ocasiones a lo largo del presente trabajo.

Como indicamos, cumplidos los requisitos objetivo y subjetivo, y habiéndose ejercido el derecho de separación conforme a ley, el principal efecto que representará para el accionista será la pérdida de dicha calidad, mediante la transferencia de las acciones recedidas a la sociedad emisora de aquellas.

Por ello, Dasso (1985) afirma que el ejercicio del derecho de separación producirá un efecto extintivo del vínculo jurídico entre accionista y sociedad (p. 77).

2.3.2.2 Puede ejercerse ante supuestos taxativos

Conforme a la característica bajo comentario, el derecho de separación es un derecho que puede ejercerse solamente ante supuestos taxativos, los cuales deben estar previamente recogidos en la ley o el estatuto de la sociedad. Por ello, autores como Ramos (2004) también califican al derecho de separación como un “derecho excepcional” (p. 334). Los supuestos que gatillen la posibilidad de su ejercicio serán, principalmente, acuerdos adoptados en junta general de accionistas (sin perjuicio de que, por excepción, otros supuestos recogidos legalmente, que no constituyan acuerdos adoptables por la junta general de accionistas, puedan permitir el ejercicio del derecho de separación al accionista).

Sin la previa adopción de determinados acuerdos por la junta general de accionistas, o la ocurrencia de ciertos supuestos previamente especificados en la ley, el derecho de separación no podría ser ejercido. Ello reafirma, a su vez, la configuración del referido derecho como uno de doble vertiente (abstracta y concreta), pues como bien indica Farrando (1998), este derecho individual del accionista se activa *a posteriori* (p. 65).

2.3.2.3 Conlleva la reducción del patrimonio neto de la sociedad

El ejercicio del derecho de separación, para un sector mayoritario de la doctrina, conlleva inexorablemente la reducción del capital de la sociedad, con la consecuente amortización de las acciones recedidas. Cabe destacar que dicha característica no es solo enunciada por autores españoles⁹, sino también por autores locales como Ramos (2004, p. 335).

En este caso, debemos recoger las atinencias expuestas por Farrando y Dasso. Farrando (1998) destaca que el reembolso de la cuota social se realiza con fondos de la

⁹ Recordemos que, según ha sido expuesto, la reducción de capital y consecuente amortización de acciones es regla general en España.

propia sociedad, y no con cargo a recursos de los demás accionistas o de persona ajena a la sociedad (pp. 29-30). Si bien las legislaciones pueden imponer otras reglas con relación a cómo proceder al pago del valor de las acciones recedidas, hay coincidencia en que, en última instancia, será la sociedad en la cual se ejerce el derecho de separación quien deberá pagar por el reembolso de aquellas.

Por otro lado, Dasso (1985) indica que la reducción de capital procederá cuando el valor del reembolso de las acciones recedidas no sea cubierto con utilidades o reservas libres (p. 78). Si bien los accionistas pueden acordar la realización del reembolso de las acciones contra la cuenta del capital social (lo cual desencadenará su reducción), creemos que el comentario de Dasso es fiel reflejo de una forma de proceder razonable y pragmática: agotar las cuentas patrimoniales de plena disposición por parte de la junta general de accionistas, antes que llevar a cabo un procedimiento de reducción de capital.

Para el caso peruano, no estamos de acuerdo en caracterizar al derecho de separación como un derecho cuyo ejercicio conllevará indefectiblemente la reducción del capital social (y consecuente amortización de acciones) de la sociedad respecto de la cual se ejerce, debido a que –como indicamos en la sección 2.2.2.2– la sociedad puede adquirir las acciones recedidas con cargo a sus utilidades y reservas, cuentas patrimoniales distintas a la de capital social.

Por tal motivo, preferimos sencillamente indicar que, en todo caso, el ejercicio del derecho de separación conllevará la reducción del patrimonio neto de la sociedad.

2.3.2.4 La sociedad subsiste tras su ejercicio

Finalmente, la doctrina coincide mayoritariamente al establecer, como característica vinculada al ejercicio del derecho de separación, que la sociedad de la cual el accionista se separa subsistirá.

En esos extremos se pronuncia Brenes (1999), quien destaca que el ejercicio del derecho de separación no provoca la apertura de un proceso de liquidación conducente a la extinción de la personalidad jurídica societaria, ni es consecuencia de la disolución de la sociedad. Los accionistas que no hayan ejercido el derecho de separación mantendrán su calidad como tales, con lo cual la sociedad continuará funcionando (p. 28).

Sin embargo, Brenes realiza una precisión aún más importante al comentar esta característica: la autora señala que no puede haber coincidencia entre el ejercicio del derecho de separación y un proceso destinado a liquidar la sociedad, en tanto ambas figuras contemplan formas distintas de cuantificar la cuota de reembolso que recibe el accionista en cada uno de los supuestos. Así, en la disolución total, la cuota correspondiente a los accionistas se calcula sobre la base de un balance de liquidación, utilizando para ello criterios estrictamente realistas; mientras tanto, en el ejercicio del derecho de separación, el valor de reembolso se calcula teniendo en cuenta que los bienes forman parte de una empresa en funcionamiento, de una sociedad en fase activa (Brenes, 1999, p. 29). Regresaremos más adelante sobre tales ideas que resultan claves para el presente trabajo.

2.3.3 Otras características recogidas por algunos autores

Algunos autores, de manera individual, le han atribuido características adicionales al derecho de separación que, si bien no son recogidas por la mayoría de la doctrina, en algunos casos resultan interesantes de abordar.

2.3.3.1 Derecho de separación como instrumento legalmente previsto para la protección de la minoría

Brenes (1999) señala que el derecho de separación constituye un instrumento legalmente previsto para la protección de la minoría, mientras al mismo tiempo es un derecho individual del accionista. Aduce dicha característica del efecto disuasorio que el derecho de separación puede ejercer sobre la mayoría, al determinar que un acuerdo deba adoptarse con el mayor consenso posible para evitar un “abandono masivo” de la compañía (p. 160). Asimismo, destaca que el derecho de separación es un mecanismo de protección de las minorías, al cual califica como un remedio introducido por razones de orden público para la defensa del accionista minoritario (Brenes, 1999, p. 153).

Tal posición no es compartida por Farrando (1998), quien sostiene la opinión contraria, al señalar que el derecho de separación es un verdadero derecho individual del accionista, concedido a este último con prescindencia de la cantidad de acciones poseídas, con lo cual excluye que pueda ser considerado como un derecho de minorías (pp. 64-65).

En este punto, debemos de destacar que, si bien la mayoría de la doctrina no caracteriza explícitamente al derecho de separación como instrumento legalmente previsto para la protección de la minoría (toda vez que antes se prefiere caracterizarlo como un derecho individual del accionista), lo cierto es que resultan siendo varios los autores que se suman a la postura de Brenes y afirman que el derecho de separación tutela los intereses de las minorías.

En nuestra opinión, un análisis sobre el tema en discusión debe ser integral, de manera tal que no solo evaluemos la construcción propia del derecho de separación como instituto jurídico, sino también su campo de aplicación en la práctica societaria.

Para empezar, debemos definir qué entendemos por la “minoría accionaria”. Para estos efectos nos servirá la definición propuesta por Echaiz (2012), quien señala que los inversionistas¹⁰ minoritarios son aquellos que pretenden obtener un inmediato beneficio económico de la sociedad (es decir, que su inversión logre un retorno) sin importarles el futuro de esta. Si bien aquellos no podrán intervenir directamente en la marcha social, ni incidir con fuerza en las decisiones corporativas, harán posible la realización del negocio con sus aportaciones (pp. 97-98).

Por otro lado, Garzón (2005) define a los derechos de las minorías como aquellos derechos que tienen por objeto servir de contrapeso a las decisiones de la mayoría; y que se otorgan (i) para que la minoría tenga participación en los órganos de administración y de vigilancia de las sociedades; y (ii) con el objeto de tutelar la participación económica de los accionistas minoritarios en la sociedad (pp. 241-242).

En ese contexto, nos queda claro un elemento conceptualizador de los accionistas minoritarios: la falta de control sobre la toma de decisiones a nivel de la sociedad. Los acuerdos que se proponen a nivel de la junta general de accionistas requieren que una mayoría de estos vote a favor de su adopción, considerando además que en sociedades de capital (dentro de las cuales está comprendida la sociedad anónima), el criterio del voto se construye en función al porcentaje de tenencia accionaria de la sociedad. De esta manera, los accionistas minoritarios, con sus respectivos porcentajes accionarios

¹⁰ En el entendido que los accionistas constituyen, para efectos financieros, una especie dentro del género de los inversionistas.

individualmente considerados, carecerán de la posibilidad de controlar el voto en las juntas generales.

Siguiendo con nuestro análisis, vemos que, en el marco de la legislación peruana, la adopción de prácticamente todos los acuerdos expuestos en la sección 2.2.1.1 precedente (que otorgan legitimidad objetiva para el ejercicio del derecho de separación) precisa del cumplimiento de quórum y mayoría calificados. Ello implica que, conforme a los artículos 126 y 127 de la LGS, los acuerdos mencionados deben haber sido aprobados (i) mediante una junta general de accionistas constituida por, cuando menos, tres quintas partes (o 60%) de las acciones suscritas con derecho a voto; y (ii) con el voto favorable de, cuando menos, la mayoría absoluta (esto es, el 50% más una acción) del total de acciones suscritas con derecho a voto¹¹. Los requisitos de quórum y mayorías que hemos indicado pueden reforzarse, pero en ningún caso reducirse.

En ese sentido, queda claro que los acuerdos que permitan el ejercicio del derecho de separación precisarán del voto favorable de cuando menos el 50% más una acción del total de las acciones con derecho a voto emitidas por la sociedad. Si individual o colectivamente se arriba a una proporción de acciones igual o superior a la mayoría absoluta referida, el acuerdo en cuestión podrá adoptarse válidamente¹².

De esta manera, queda en evidencia que el derecho de separación podrá ser ejercido por quienes, para estos efectos, resulten siendo la minoría accionaria.

Ahora bien, piénsese en una situación en la cual el accionariado de una sociedad está compuesto por un accionista que sea titular de un porcentaje de acciones que no le permita por sí solo adoptar acuerdos (por ejemplo, un 40%), y varios otros accionistas que individualmente tengan participaciones menores (por ejemplo, un 5%). En la dinámica de la toma de acuerdos, puede llegar a darse una situación según la cual el resto de los accionistas, titulares individualmente de un 5% de acciones con derecho a voto, adopten algún acuerdo que permita al titular del 40% de acciones con derecho a voto a

¹¹ Para estos efectos, se está tomando en consideración exclusivamente los requisitos de quórum y mayoría mínimos para la adopción de los acuerdos señalados, según se encuentran regulados para sociedades anónimas ordinarias y cerradas.

¹² En el entendido que, a su vez, se ha cumplido con el requisito del quórum calificado.

ejercer su derecho de separación. En ese contexto ¿podemos seguir hablando del derecho de separación como un derecho de protección de las minorías?

A simple vista, en un caso como el descrito, parece que el accionista titular del 40% cuenta con una preponderancia tal que se le pueda considerar mayoritario, mientras que a los titulares del 5% de acciones cada uno se les pueda tratar, en el marco de dicha dinámica, como los accionistas minoritarios. Sin embargo, lo real es que ninguno de los accionistas de la sociedad cuenta con control, de manera tal que ninguno por sí solo pueda tomar acuerdos, sino que precisan de una participación conjunta para lograr dicho fin¹³.

De esta manera, el accionista titular del 40% de las acciones en nuestro ejemplo carece de control, por lo cual, a pesar de ser el accionista mayoritario en la sociedad descrita, su porcentaje de participación no le otorga control. Así, resultará que, en estricto, cualquier accionista que cuente con legitimidad subjetiva para ejercer su derecho de separación se habría encontrado en una situación en la que le resulte imposible (a) dirigir el destino de la votación; o (b) vetar la adopción del acuerdo (en caso su porcentaje de participación le permita que el voto favorable no alcance el mínimo exigido por la ley o el estatuto).

En tal sentido, se observa cómo un accionista calificado como mayoritario (dentro de la dinámica de una sociedad en particular) podría terminar ejerciendo su derecho de separación en circunstancias concretas. Sin embargo, entendemos que la opinión de Brenes es compartida, en el extremo que, si bien el derecho de separación es un derecho individual que favorece a todos los accionistas, serán solo los accionistas minoritarios quienes, en la práctica, contarán con legitimidad subjetiva para poder ejercerlo (por carecer del porcentaje de participación necesario para dirigir la votación o bloquear la aprobación de determinada propuesta en junta general de accionistas). Tal consideración resultará importante a lo largo del presente trabajo, toda vez que, a nivel doctrinario,

¹³ Debemos dejar constancia de que el ejemplo descrito no resulta aplicable a las sociedades anónimas abiertas, toda vez que para tal caso los acuerdos pueden adoptarse, conforme al artículo 257 de la LGS, con quórum y mayorías especiales, que requieren respectivamente de: (i) la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto (para el caso de la tercera convocatoria); y (ii) el voto favorable de la mayoría absoluta de acciones suscritas con derecho a voto representadas en junta. Tales requisitos no podrán incrementarse.

existe una importante relación de conceptos y argumentos contruidos alrededor de la idea del derecho de separación como instrumento protector de la minoría accionaria.

No obstante, para efectos del presente trabajo conservaremos, dentro del cuerpo de elementos caracterizadores del derecho de separación, únicamente la característica de derecho individual del accionista, no solo por resultar pacífica su adopción a nivel doctrinario, sino también por ser, finalmente, aquel elemento que contribuirá con la construcción de la naturaleza jurídica del mencionado derecho, como expondremos en lo sucesivo.

2.3.3.2 Derecho de separación como excepción a principios societarios

Hundskopf y Velasco señalan que el derecho de separación constituye una excepción a distintos principios societarios. Por su lado, Hundskopf (2010) destaca que, por su propia naturaleza, el derecho de separación queda caracterizado como una excepción al principio esencial de mando de las mayorías, existente en toda sociedad anónima (p. 262). Por otro lado, Velasco (1976) no solo resalta lo mismo que Hundskopf expone, sino que también indica que el derecho de separación contraviene el principio de irrevocabilidad de las aportaciones efectuadas por los accionistas (p. 22).

Con relación al principio de sumisión de los accionistas a los acuerdos adoptados por la junta general de accionistas, nos pronunciaremos oportunamente cuando abordemos la naturaleza jurídica del derecho de separación. Sin embargo, podemos adelantar que no estamos de acuerdo con el hecho de considerar al derecho de separación como una excepción al principio esencial de mando de las mayorías.

Ahora bien, con relación a la contravención expuesta por Velasco, consideramos interesante su opinión, toda vez que es correcto lo que señala: los accionistas que realizan aportes a sociedades de capital reciben, como contraprestación por aquellos, acciones emitidas por tales sociedades. Por ello, indicábamos que a diferencia de las situaciones regulares en mérito a las cuales un accionista puede perder dicha calidad (por ejemplo, cuando transfiera sus acciones), el derecho de separación se convierte en una alternativa adicional para conseguir dicho efecto, constituyendo así una “puerta falsa societaria” (Hundskopf, 2010, p. 262) y contraviniendo el referido principio.

Sin perjuicio de ello, a criterio nuestro la excepción bajo comentario quedaría englobada dentro de una característica más importante del derecho de separación, la cual es la extinción del puesto de accionista. Por tal motivo, no la hemos consignado como una de las características del derecho de separación ni de su ejercicio.

2.3.3.3 Compatibilidad con otros remedios societarios

Farrando (1998) destaca que el derecho de separación es compatible con otros remedios societarios, como (por ejemplo) el derecho de impugnación. Sin embargo, tal compatibilidad debe analizarse con cuidado, toda vez que el ejercicio del derecho de separación conllevará el decaimiento de la legitimación para iniciar o continuar un proceso impugnatorio. *Contrario sensu*, la impugnación de determinado acuerdo no privará al accionista de poder separarse invocando su adopción como requisito objetivo, siempre que se encuentre previsto en la ley o el estatuto (pp. 70-71).

Si bien consideramos importante recoger lo expuesto por Farrando, no consideramos que ello constituya *per se* una característica que distinga a este derecho de otros derechos individuales del accionista, ni que contribuya con su definición.

2.3.3.4 Derecho a término

Dasso (1985) caracteriza al derecho de separación como un derecho a término. En ese sentido, su ejercicio estará sujeto a determinado plazo perentorio, cuyo vencimiento tendrá como consecuencia la caducidad de dicho derecho (p. 78). Por supuesto, entendemos que cuando Dasso hace referencia a la “caducidad” del derecho, se refiere a su ejercicio concreto con relación a un acuerdo determinado adoptado por la junta general de accionistas, y no a su vertiente abstracta.

Si bien resulta importante resaltar que este derecho debe ejercerse dentro de determinado plazo, nuevamente no consideramos que ello constituya *per se* una característica que distinga a este derecho de otros derechos individuales del accionista, ni que contribuya con su definición.

2.4 Definición del derecho de separación

Habiendo explicado en términos conceptuales el funcionamiento del derecho de separación y expuesto sus características, consideramos oportuno compartir las definiciones que algunos autores españoles, argentinos y peruanos atribuyen al derecho de separación para, posteriormente, proceder a formular nuestra propia definición.

Para Velasco (1976), el derecho de separación es la facultad legal o pactada del accionista de separarse de la sociedad y obtener el reintegro de su parte en el haber social o la devolución de la cosa aportada (p. 11).

Para Dasso (1985), el derecho de separación “es el derecho potestativo del accionista, sujeto a condición resolutoria, para requerir en plazo perentorio, la extinción del vínculo con la sociedad, en caso de decisión asamblearia o de hipótesis, expresamente previstas por la ley, o de previsión estatutaria, exigiendo el reembolso del valor de sus acciones” (p. 75).

Para Farrando (1998), el derecho de separación debe entenderse como “aquel derecho del socio que, ante las causas indicadas en la ley o en su caso expresadas en los estatutos, les permite exigir de la sociedad la amortización de su participación social y la entrega del valor de su cuota patrimonial, caso de que esta exista” (pp. 71-72).

Para Brenes (1999), el derecho de separación es aquel derecho, de fuente legal o convencional, que permite al accionista abandonar voluntaria y unilateralmente la sociedad a la que pertenece, sin provocar su disolución, mediante el reembolso de la cuota que le corresponde en el haber social, amortización de sus cuotas sociales, reducción del capital social y consiguiente extinción del puesto de accionista (p. 26).

En sede nacional, Abramovich (2011) lo define como un derecho de las minorías a las que, ante la adopción de determinados acuerdos especialmente relevantes por parte de la mayoría, se les concede el derecho separarse de la sociedad, liquidando su inversión (p. 566).

Por su lado, Ramos (2004) lo define como “aquel derecho individual del accionista que puede ejercerlo contra los acuerdos de la sociedad que altere las condiciones esenciales que llevó a constituir la o las pautas organizativas desplegadas para lograr la consecución del objeto (elementos configuradores), siempre que se encuentre

tipificado en la ley o en el estatuto, y que le permite apartarse de la sociedad exigiendo la satisfacción del valor de su cuota en el patrimonio social” (p. 304).

Vistas las definiciones aquí expuestas, y considerando las características descritas en la sección 2.3 precedente, procedemos a elaborar nuestra propia definición del derecho de separación, aplicable a la legislación peruana: el derecho de separación es aquel derecho individual del accionista que, ante la adopción de determinados acuerdos por la junta general de accionistas, previstos legal o estatutariamente, o la ocurrencia de ciertos supuestos señalados en la ley; le permite retirarse de la sociedad mediante la transferencia de sus acciones a la sociedad emisora de aquellas, contra el reembolso del valor de las mismas por parte de dicha sociedad.

2.5 Orígenes, fundamento inicial y desarrollo histórico del derecho de separación

En nuestra experiencia, los estudios serios de las distintas instituciones legales vienen normalmente acompañados de alguna sección que exponga el desarrollo histórico de estas. Ello no se realiza con un ánimo puramente académico, cual pueda ser considerado inútil o vago, sino que resulta necesario para comprender cómo aparecieron y, sobre todo, por qué lo hicieron. Máxime que, recordemos, las instituciones jurídicas no son soluciones universales a determinados problemas, sino intentos históricos de dar una respuesta jurídica a problemas cuya raíz es, a veces, universal (De Trazegnies, 1999, p. 4).

Pues bien, en ese desarrollo histórico debemos situarnos en la Europa de finales del siglo XIX, durante el pleno auge del colonialismo europeo y la gestación de las condiciones que llevaron a dicho continente al inicio de la Primera Guerra Mundial en el año de 1914. Nos señala Evans (2017) que, tras toda una oleada migratoria desde Europa al resto del mundo durante el siglo XIX, se vivió una primera era de globalización en la que capitales, mercancías, personas e ideas se movieron cada vez más con mayor intensidad entre continentes, de manera tal que el comercio se vio fomentado y los precios, reducidos (p. 463).

Como hemos indicado, el desarrollo económico en los Estados debe venir acompañado de una base legal que lo soporte y posibilite. En ese sentido, el contexto europeo referido no fue la excepción, toda vez que leyes orientadas a regular distintos

aspectos comerciales de los Estados del continente fueron emitidas: por ejemplo, tenemos el *Code de commerce* francés de 1807 (con importantes modificaciones recibidas por la Ley del 24 de julio de 1867), el *Handelsgesetzbuch* alemán de 1897 (con antecedentes en el *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch* de 1861), la *Companies Act* británica de 1862, el *Codice di commercio* italiano de 1882 (con antecedentes en el *Codice di commercio* de 1865), el Código de comercio español de 1885, entre otros.

En ese contexto, la sociedad anónima apareció identificada con el capitalismo moderno, a extremo tal que, según algunos autores, aquella llegó a calificar con su presencia este capítulo de la historia económica (Dasso, 1985, p. 16).

2.5.1 Cambio de paradigma en el Derecho de sociedades durante el siglo XIX: de la regla de la unanimidad a la regla de las mayorías

En 1882, el *Codice di Commercio del Regno d'Italia* fue aprobado, y su artículo 158 decía lo siguiente: “I socii dissenzienti dalle deliberazioni (...) hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle loro quote od azioni in proporzione dell'attivo sociale a le secondo l'ultimo bilancio approvato” [Los accionistas disidentes de los acuerdos (...) tienen derecho a retirarse de la sociedad y obtener el reembolso de sus acciones en proporción al patrimonio, de acuerdo con el último balance aprobado]. Bajo tales términos, el mencionado cuerpo legal fungía de partida de nacimiento del derecho de separación.

Velasco (1976) nos comenta que, durante el siglo XIX, los estatutos sociales solo podían resultar modificados con el consentimiento de la unanimidad de accionistas (p. 49). Ello obedece a una visión contractualista de las sociedades, imperante en la época: los accionistas, al constituir la sociedad, celebraban un contrato cuya modificación precisaba del concurso de todas las partes contratantes. Con dicha visión contractualista, tal requisito resultaba (y resulta) lógico en términos jurídicos.

Sin embargo, aquel principio contractualista puro no pudo mantenerse mucho tiempo, porque: (i) descansaba sobre una base falsa, toda vez que confundía escritura social (acto creador de la personalidad jurídica) con estatutos (norma orgánica del funcionamiento y régimen de la sociedad); e (ii) impedir toda modificación de estatutos no prevista suponía privar a la sociedad del modo más natural de atender a sus nuevas

necesidades, y vencer los obstáculos que puedan oponerse a su desenvolvimiento (Velasco, 1976, p. 49). El problema, entonces, se presentaba cuando el curso de los negocios y de la economía era tan ágil, que sobrepasaba a las estructuras legales ideadas para participar en el mercado. Y es que, en ocasiones, Derecho y economía no necesariamente discurren a la misma velocidad.

Pero, entonces ¿cómo llegamos al paradigma actual? Porque, recordemos, hoy por hoy la regla general es que los acuerdos de la junta general de accionistas son adoptados con el voto mayoritario de los accionistas, no con la unanimidad. Precisamente, ello constituye el elemento de legitimidad subjetiva que permite el ejercicio del derecho de separación tal como lo hemos analizado de manera precedente (esto es, que existan accionistas opuestos a la adopción de determinados acuerdos a nivel del órgano social mencionado, o que no hayan participado de las deliberaciones correspondientes).

Fueron, entonces, el *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch* alemán de 1861 y la Ley francesa del 24 de julio de 1867 aquellas normas legales que introdujeron la regla de modificación estatutaria por mayoría, siempre que medie disposición estatutaria expresa que lo autorizase, sin la cual se mantenía la regla de la unanimidad (Dasso, 1985, p. 19). Vemos, entonces, que los legisladores alemanes y franceses comenzaron a dar un giro al paradigma, aunque no determinante, pues debían ser los mismos accionistas quienes autoricen, por adelantado y de manera unánime, que sea la mayoría y no la unanimidad aquel grupo que pueda modificar los estatutos sociales.

Dichos ordenamientos contribuyeron al desarrollo de la adopción de acuerdos societarios por mayoría, hoy por hoy uno de los cimientos de las sociedades anónimas. Sin embargo, y teniendo en consideración la perspectiva contractualista de la sociedad que imperaba en aquellos momentos, se estimaba que el poder de las mayorías no podía resultar siendo absoluto, sino que requería de límites. Para ello, se idearon algunas soluciones.

En Francia se propugnó en vía jurisprudencial, en el año de 1892, la teoría de las bases esenciales de la sociedad, según la cual aquellas (las bases esenciales) debían modificarse con acuerdo unánime de los accionistas, mientras que las bases accesorias o secundarias podían modificarse con acuerdo de la mayoría de estos (Brenes, 1999, pp. 54-55). Señala Garrigues, no obstante, que no resulta sencillo averiguar qué disposiciones

deben ser consideradas esenciales y qué otras, secundarias, por lo cual la doctrina de las bases esenciales no ofrecía conclusiones definitivas (como se citó en Velasco, 1976, p. 51).

De manera paralela, nacieron los derechos individuales de los accionistas, posiciones subjetivas intangibles por la mayoría, representadas por cláusulas inmodificables. Señala Velasco (1976) que estos derechos de los accionistas eran calificados de corporativos, individuales, separados e inviolables, y que su supresión o menoscabo requería del consentimiento de sus titulares (p. 52). En ese sentido, si bien se mantuvo la misma interrogante aplicable a las bases esenciales (esto es, qué cláusulas deben considerarse inmodificables), se admitía que el estatuto pudiera excluir la modificación por mayoría mediando cláusula prohibitiva (Dasso, 1985, p. 20). Precisamente, el desarrollo de esta teoría se vio recogido por el *Handelsgesetzbuch* alemán de 1897 (Velasco, 1976, p. 52).

Como respuesta a la interrogante planteada por la teoría de los derechos individuales de los accionistas, Garrigues señala que aquellos son los derechos que corresponden a todos los accionistas y que son consustanciales a su calidad, de tal suerte que sin ellos el accionista no hubiera ingresado a la sociedad (como se citó en Velasco, 1976, p. 53). Analizaremos con mayor profundidad la teoría de los derechos individuales de los accionistas al tratar la naturaleza jurídica del derecho de separación.

En el marco de todo ese desarrollo histórico, sin embargo, el *Codice di Commercio* italiano de 1882 dio un paso adicional, admitiendo la posibilidad de modificar los estatutos en junta general de accionistas por mayoría reforzada, pero reconociendo a su vez en ciertas hipótesis como la fusión, aumentos de capital y cambio del objeto social, la posibilidad de que los accionistas ejerzan su derecho de separación (Dasso, 1985, p. 20).

2.5.2 El derecho de separación y su fundamento originario

Vista en retrospectiva, la aparición del derecho de separación constituyó el cambio de un derecho por otro. Nos explicamos: cuando en un primer momento existía la regla de la unanimidad, todos los accionistas debían consentir los cambios propuestos a los estatutos a fin de que queden acordados, sin importar la cantidad de acciones con la que contaban.

Tal restricción, vista de otra forma, otorgaba un poderoso derecho de veto para todo acuerdo que entrañase una modificación estatutaria o una operación societaria compleja (por ejemplo, una fusión). En ese sentido, un accionista con una sola acción en su haber podía frenar la implementación de cambios que, a juicio de los demás accionistas, resulten necesarios para el desarrollo de las operaciones económicas de la sociedad, mediante el ejercicio de ese derecho de veto con el que contaba *de facto*.

Ahora bien, desde aquella visión en retrospectiva, igualmente podemos afirmar que el tránsito de la regla de la unanimidad a la regla de las mayorías constituye un avance y otorga poder a todos aquellos accionistas o grupos de accionistas que, de manera individual o conjunta, pueden adoptar acuerdos por contar con una tenencia accionaria igual o mayor a la exigida por la ley o el estatuto. De esta manera, se eliminan costos de transacción vinculados a la necesaria negociación con todos los demás accionistas si un accionista o un grupo de accionistas considera conveniente tomar determinado acuerdo en junta general de accionistas. Este cambio de paradigma resulta tan positivo que, hoy por hoy, la regla general en materia de adopción de acuerdos sigue siendo la de las mayorías.

Sin embargo, fue la pérdida del referido derecho de veto, ante la adopción de acuerdos modificatorios de la estructura societaria (presente bajo la regla de la unanimidad), el factor que constituyó el fundamento originario que permitió que el accionista que no sostuvo el acuerdo pueda abandonar la sociedad (Farrando, 1998, p. 56). Ello fue, en palabras de Brenes (1999), una “concesión del legislador” ante la eliminación del principio de la unanimidad que hemos mencionado (p. 50).

Y es que incluso a fines del siglo XIX, algunas fuentes consideraban que el paso de la regla de la unanimidad a la regla de las mayorías podía ser peligroso para los accionistas disconformes. Por ejemplo, como nos comenta Velasco (1976), la *Relazione Mancini* al *Codice di Commercio* italiano de 1882 señalaba que cuando existan acuerdos que afecten la esencia de la sociedad o agraven las obligaciones asumidas en el contrato social, parecía de absoluta justicia que a los accionistas disconformes se les reserve el derecho de separarse de la sociedad y conseguir el reembolso de sus respectivas cuotas (p. 26).

Quedaba así configurado el derecho de separación como un mecanismo que pretendía conciliar el poder de la mayoría y los derechos de los accionistas. Sin embargo,

en palabras de Brenes (1999), tal conciliación resultaba frágil y los accionistas minoritarios podían verse desprotegidos, toda vez que resultaba legalmente posible en aquel entonces derogar el derecho de separación en el estatuto social (p. 73).

2.5.3 Ulterior desarrollo del derecho de separación

El desarrollo del derecho de separación ha venido dándose en un contexto en el cual (prácticamente) se prohíbe en sociedades capitalistas el establecimiento estatutario de límites al poder de modificación de los estatutos por la asamblea. Así, se arriba a la antípoda de la posición inicial (inderogabilidad del principio mayoritario) en aras de la prevalencia del criterio de funcionalidad y desarrollo de la empresa sobre los principios de la autonomía contractual (Dasso, 1985, p. 21). Tal situación puede justificarse en base a la consideración de que resulta coherente, justo y oportuno que el poder de gestionar la sociedad sea conmensurado al riesgo y, correlativamente, al capital (Brenes, 1999, p. 93).

En cuanto al derecho de separación, este pasó a estar regulado en Italia por el *Codice Civile* de 1942, vigente a la fecha. Tal cuerpo legal, por un lado, excluyó la posibilidad de que sea disminuido el quórum especial de presencia requerido para la adopción de cualquier acuerdo que implique la modificación de los estatutos sociales, mientras que, por otro, configuró el derecho de separación como un derecho inderogable sustraído al poder mayoritario (Brenes, 1999, p. 77).

En cuanto a la expansión del derecho de separación a distintos ordenamientos jurídicos del mundo, autores como Velasco (1976) consideraron que ella fue parcial, toda vez que se trataba de una institución que no encajaba de manera ortodoxa en el esquema corriente de la sociedad anónima. Consideró que tal fue la razón de la difusión incompleta del derecho de separación, a tal punto que, por aquellos años, sentenció que el derecho de separación tendría cada vez menos aceptación al tratarse de una institución en declive, frente a la preponderancia adquirida por parte de los intereses de la empresa antes que el de los accionistas (p. 45-46).

A pesar de lo polémica que puede resultar tal afirmación, consideramos que acierta en calificar al derecho de separación como poco ortodoxo, lo cual ha derivado en que su reconocimiento no sea unánime por las distintas legislaciones. Por ejemplo, en Europa es reconocido en Italia, España, Portugal y Alemania, y de manera parcial en

Francia (solo para sociedades civiles y de capital variable) (Farrando, 1998, pp. 37-38). En Norteamérica, se encuentra recogido en los ordenamientos jurídicos de México, Canadá y de diversos estados miembros de los Estados Unidos (aunque funcione con ciertas particularidades). En Sudamérica, mientras tanto, se encuentra presente en las legislaciones de Estados tales como Perú, Argentina, Colombia, Chile, Uruguay, Brasil o Ecuador.

Con ello, buscamos poner en tela de juicio la afirmación realizada por Velasco en 1976, toda vez que el derecho de separación –a pesar de su carácter polémico– ha llegado a proliferar y estar presente de manera contemporánea en las legislaciones de distintos Estados. De esta manera, aquel derecho sigue con vida tras casi 140 años de haber sido formulado inicialmente en Italia.

¿Cómo se llegó a eso? Farrando (1998) considera que la pervivencia del derecho de separación está asociada a su capacidad de evitar conductas que pueden calificarse como indeseables bajo una óptica societaria. Así, su concesión a los accionistas disidentes está estrechamente ligada a (i) la prevención de que ciertas decisiones realizadas *manu militari* por la mayoría puedan llegar a retraer inversión en sociedades de capital (o, por lo menos, incrementar los costes de negociación para realizarla); y (ii) la necesidad de evitar que, en caso de “mercados restringidos”, la confrontación entre intereses de los accionistas solo pueda canalizarse a través de remedios judiciales (pp. 56-57). Revisaremos con mayor detenimiento las virtudes atribuidas cuando analicemos las finalidades del derecho de separación.

2.5.4 Aparición y evolución del derecho de separación en Perú

Señala Elías (2015a) que el derecho de separación apareció en la legislación peruana en la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 (p. 688). Para efectos de explicar debidamente su evolución, debemos detallar brevemente la evolución de las leyes societarias en Perú desde el siglo XX.

En 1902, entró en vigor en Perú el Código de Comercio, cuerpo normativo que regulaba toda clase de materias comerciales, desde títulos valores hasta sociedades, a las cuales denominaba “compañías mercantiles”. Si bien el longevo Código de Comercio de 1902 sigue vigente a la fecha, las materias que regulaba sufrieron un proceso de

descodificación, de manera tal que la gran mayoría se encuentran –hoy por hoy– reguladas en leyes especiales, lo cual conllevó la derogación de varios artículos del Código. En ese contexto, la regulación societaria no fue excepción al proceso de descodificación.

En 1929, el Congreso de la República aprobó la Ley n.º 6606, que encargó a una comisión el estudio de la reforma del Código de Comercio de 1902, la cual, conforme menciona Beaumont (2005), nunca llegó a constituirse (p. 128). No obstante, 37 años después la Ley n.º 16123 de 1966 aprobó un proyecto de reforma y autorizó al Poder Ejecutivo a promulgar la Ley “Libro de Sociedades Mercantiles” del Código de Comercio, permitiendo además que una comisión revisora que la misma Ley creaba introdujera modificaciones que no varíen lo esencial del referido proyecto. Mediante Decreto Supremo del 27 de julio de 1966, fue promulgada la Ley de Sociedades Mercantiles peruana.

La Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 se mantuvo denominada de dicha manera hasta la dación del Decreto Legislativo n.º 311 (1984), en mérito del cual dicha Ley pasó a denominarse como “Ley General de Sociedades”. Sin embargo, los cambios introducidos por el Decreto Legislativo mencionado no fueron puramente estéticos, sino que reformaron la estructura de la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 e inclusive añadieron la regulación concerniente a las sociedades civiles. Esto último ocurrió fundamentalmente porque el mismo año de dación del Decreto Legislativo n.º 311 (1984) entró en vigencia el Decreto Legislativo n.º 295, que promulgó un nuevo Código Civil que reemplazó al del año 1936. Precisamente, el Código Civil de 1936 regulaba a las sociedades civiles, pero como el de 1984 ya no lo hacía, dicha regulación fue derivada a la Ley General de Sociedades.

Finalmente, en el año de 1997 fue publicada la LGS, que derogó a la Ley n.º 16123 y todas las modificatorias que tuvo, incluido el Decreto Legislativo n.º 311. Podemos ver, entonces, que durante el siglo XX fueron publicados tres cuerpos normativos que regularon a las sociedades en Perú: (i) el Código de Comercio de 1902; (ii) la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 (posteriormente denominada como Ley General de Sociedades); y (iii) la LGS de 1997. De los tres, únicamente los últimos dos sancionaron el derecho de separación.

Ahora bien, el único antecedente normativo del derecho de separación con el que cuenta la legislación peruana se encuentra en el artículo 210 de la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966, regulación que no fue posteriormente modificada con la reforma del Decreto Legislativo n.º 311. Dicha regulación era la siguiente:

Artículo 210.- Si la modificación consiste en el traslado de sede al extranjero, en el cambio de objeto, o en la limitación de la transmisibilidad de las acciones nominativas, los accionistas que no hayan votado en favor del acuerdo, tendrán derecho a separarse de la sociedad.

El accionista que haga uso del derecho de separación deberá comunicarlo a la sociedad por carta notarial, dentro de los tres días siguientes a la junta general de accionistas, si concurrió a ella, o de los diez siguientes a la inscripción de la modificación en el Registro Mercantil, en caso contrario.

Las acciones de los accionistas que hagan uso del derecho de separación se reembolsarán al valor que les corresponda conforme a la cotización media en Bolsa del último semestre. Si las acciones no se cotizasen en Bolsa, el reembolso debe hacerse al valor que resulte de la apreciación del patrimonio líquido según el último balance aprobado. Si el reembolso inmediato pusiese en peligro la estabilidad de la empresa o la sociedad no estuviese en posibilidad de realizarlo en dinero, se efectuará en los plazos y forma de pago que determine el juez de la sede social. La solicitud de la sociedad será puesta en conocimiento de los accionistas interesados, debiendo ordenar el juez la realización de un peritaje a cargo de la sociedad. La resolución se dictará dentro de los 20 días de aprobado el peritaje, y contra ella procederá recurso de apelación. De lo resuelto por la Corte Superior no procede recurso de nulidad.

Este procedimiento es aplicable también para resolver el desacuerdo acerca del valor de reembolso de las acciones cuando deba hacerse la apreciación del patrimonio social, según el último balance.

Es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio. (Martínez, 1980, p. 55).

2.6 Naturaleza jurídica y fundamento actual del derecho de separación

En el marco de este proceso de construcción de una idea sólida de lo que es el derecho de separación, constituye un paso importante delimitar cuál es la naturaleza jurídica del instituto y sobre qué recae su fundamento, visto ya no en sus orígenes sino en la actualidad.

Para tales efectos, debemos retroceder un paso y enfocarnos nuevamente en el principio de adopción de acuerdos por voluntad mayoritaria.

2.6.1 El principio de adopción de acuerdos por voluntad mayoritaria

Como indicamos, a finales del siglo XIX en el Derecho de sociedades comenzó a cambiar el paradigma: los acuerdos dejaron de ser adoptados por la unanimidad de los accionistas, para pasar a ser la mayoría de estos quienes adopten el acuerdo. De esta manera, quienes no hubieran votado a favor del acuerdo, quedaban igualmente sometidos a la decisión tomada por la mayoría¹⁴.

Sin embargo, no se abandonó la concepción contractualista de la sociedad de manera inmediata. Quienes no habían votado a favor del acuerdo seguían siendo partes en el marco del contrato de sociedad. De ahí que se postulasen las teorías de las bases esenciales y de los derechos individuales, que pretendían poner freno al poder de la mayoría frente a los distintos cambios que podían producirse en los estatutos sociales.

Los accionistas son, en términos financieros, inversionistas en *equity* o patrimonio de las sociedades, quienes, a diferencia de los inversionistas en deuda, cuentan con capacidad de dirección en las empresas (salvando la diferencia con aquellas clases especiales de inversionistas en *equity*, como los accionistas sin derecho a voto). Farrando (1998) afirma que dicha capacidad de dirección está anudada a un doble efecto: (i) la preterición en las ganancias sociales (dividendos); y (ii) la preterición en la recuperación de la inversión (cuota de liquidación) (p. 46). Ahora bien, ¿por qué se asocia a la inversión

¹⁴ De ahí que algunos autores denominen al principio como el de “sumisión obligatoria a los acuerdos societarios adoptados por mayoría” (Farrando, 1998, p. 51).

en acciones a dicho doble efecto? La respuesta reside en las tesis de maximización de la riqueza y de minimización del riesgo.

Según la tesis de maximización de la riqueza, son los accionistas quienes tienen el incentivo de orientar su actuación a efectos de que la sociedad sea lo más económicamente eficiente. Considerando la posición de los accionistas como acreedores marginales¹⁵, estos contarán con incentivos para dirigir la inversión colectiva (tanto de deuda como de *equity*), a fin de obtener el máximo rendimiento de los recursos, ya que de dicha conducta dependerá el resultado de su propia inversión (Farrando, 1998, pp. 46-47). Dicha situación resulta tangible en el hecho que, normalmente, los inversionistas en deuda recibirán sus respectivos flujos de efectivo (entiéndase, repago de capital más intereses) en plazos y montos determinados; mientras que los inversionistas en acciones recibirán sus flujos de efectivo (entiéndase, dividendos) en plazos y montos indeterminados.

Por otro lado, según la tesis de minimización del riesgo, serán los accionistas quienes tendrán el incentivo de definir el nivel de riesgo asumible en cada momento, teniendo en consideración que ellos afrontarán en primer lugar las consecuencias de su decisión. Al ser los accionistas quienes definen el rumbo de la empresa, las otras categorías de inversionistas se verán afectadas por la asimetría generada entre el riesgo empresarial asumido y la posibilidad de participar en su determinación. Para paliar dicha asimetría, a los accionistas se les somete con mayor intensidad al resultado adverso de sus decisiones. De esta manera, los accionistas se ven compelidos a asumir un nivel de riesgo suficiente que beneficie a la generalidad de *stakeholders* pues, en el fondo, asumirán con mayor fuerza el eventual fracaso de la empresa¹⁶ (Farrando, 1998, pp. 47-48).

¹⁵ En esta posición, accederán en último lugar a los beneficios generados una vez satisfechas las restantes categorías (Farrando, 1998, p. 46). Piénsese que, en situación de empresa en marcha, existirán ganancias durante el ejercicio de haber resultados positivos, una vez deducidos de la utilidad bruta los gastos (materializados en pagos a trabajadores, proveedores, intereses financieros, impuestos estatales, etc.), que podrán ser repartidas a los accionistas; mientras que, en situación de liquidación de la sociedad, se satisfarán antes las obligaciones para con todos los demás *stakeholders* antes de entregar el remanente (de existir) a los accionistas.

¹⁶ De esta manera, se aprecia cómo ambas tesis se retroalimentan: como los accionistas han efectuado una inversión, la mejor manera de mitigar el riesgo inherente a la misma es permitiéndoles participar directamente de la toma de aquellas decisiones más importantes que definen el rumbo de la sociedad en la que participan (Elías, 2015a, p. 350).

Hasta este punto, resulta claro por qué son los accionistas quienes cuentan con la capacidad de dirigir la marcha social. Ahora bien, ¿cómo se regula tal capacidad de dicha categoría de inversionistas? Pues con la posibilidad de deliberar y adoptar acuerdos a nivel de junta general de accionistas, el órgano supremo de la sociedad. En dicha calidad, los accionistas pueden adoptar múltiples clases de acuerdos necesarios para desarrollar las actividades empresariales de la sociedad, que van desde aprobar la celebración de negocios jurídicos por parte de esta última, hasta la modificación de sus estatutos.

Para la constitución de una sociedad, se requiere que sus accionistas fundadores se pongan de acuerdo en todos los términos y condiciones del acto constitutivo, que resulta siendo el contrato de sociedad. Dicho contrato cuenta con dos rasgos sobresalientes: (i) aptitud para organizar una actividad empresarial con vocación de permanencia en el mercado; y (ii) carácter incompleto (Farrando, 1998, p. 48). Este último rasgo resulta claro si se considera el primero: como las sociedades son constituidas para llevar a cabo actividades empresariales con vocación de permanencia (indeterminada, por lo general), en ocasiones resultará necesario modificar los términos y condiciones establecidos en el contrato de sociedad para adaptarse al dinamismo del mercado. Desde esa perspectiva, no podemos sino afirmar el carácter incompleto del contrato de sociedad.

Pues bien, es en ese contexto que las modificaciones estatutarias son una realidad. Estas son entendidas como el cambio de uno cualesquiera de sus elementos destinados a incidir en el ordenamiento de la sociedad, en las relaciones entre los accionistas o en la integración o supresión de la estructura societaria o de sus elementos particulares (Dasso, 1985, p. 26).

Asimismo, consideremos que las posiciones de accionistas son fácilmente cambiantes en la sociedad. Tan solo piénsese en el cambio del grupo controlador en una sociedad como consecuencia de una operación de compraventa de acciones: el nuevo grupo controlador de la sociedad buscará amoldar la estructura interna de esta según le resulte conveniente, para lo cual deberá modificar los estatutos. Inclusive, yendo a un ejemplo más común, la necesidad de contar con dinero fresco podría llevar a la administración de la sociedad a determinar que la mejor manera de hacerlo, en términos

financieros, resulta ser una inyección de capital por parte de los accionistas. De acordar estos últimos el aumento de capital de la sociedad, necesariamente deberán de modificarse los estatutos. Vistos dichos ejemplos, resulta razonable que, en el mercado contemporáneo, los estatutos sociales requieran ser modificados con frecuencia.

Ahora bien, la justificación de por qué es la mayoría el grupo habilitado para tomar las decisiones encuentra cabida también en las tesis de maximización de ganancia y minimización de riesgo que ya expusimos. Tal justificación debe buscarse en base a la consideración de que resulta coherente, justo y oportuno que el poder de gestionar la sociedad sea conmensurado al riesgo y, por ello, al capital (Brenes, 1999, p. 93). Nuevamente, la relación entre capacidad de gestión de la inversión y exposición al riesgo se hace más evidente: considerando que la mayoría está más expuesta al riesgo, es razonable que cuente con mayor capacidad para influir en la gestión social.

Hasta este punto, hemos visto que los accionistas reunidos en junta general de accionistas pueden adoptar toda clase de acuerdos, inclusive aquellos que modifiquen las propias normas de gobierno de la sociedad (los estatutos), y que tales acuerdos podrán ser adoptados por la mayoría de los accionistas, debiendo someterse la totalidad de estos a dicha decisión. En ese contexto, ¿qué limitaciones existen al poder de la junta general de accionistas ejercido por mayoría?

Velasco (1976) señala que la mayoría no debe desconocer ni conculcar los requisitos de legalidad formal y material que deben rodear sus decisiones y salvaguardar el interés social (p. 47).

Farrando (1998) indica que (i) no pueden adoptarse acuerdos contrarios a ley o que vulneren los estatutos o el interés social; (ii) los acuerdos que desplieguen efectos única y exclusivamente en alguno o algunos de los accionistas precisan de su consentimiento individual; y (iii) la mayoría no podrá desfigurar ninguno de los elementos básicos correspondientes a los principios configuradores del patrón “sociedad mercantil capitalista” (p. 51).

Conforme a Brenes (1999), la junta general de accionistas debe adecuar su actuación a limitaciones de carácter general: (i) circunscribir su actuación al ámbito de sus competencias y respetar en su actuación todas aquellas normas contenidas en la ley

en defensa del interés social, los derechos de los terceros y los derechos de los accionistas; y (ii) no limitar o eliminar los derechos inderogables del accionista (pp. 93-94).

Estamos de acuerdo con lo expuesto por la doctrina especializada; sin embargo, debemos precisar que la restricción expuesta por Farrando de no poder desfigurarse ninguno de los elementos básicos del tipo societario adoptado no encuentra cabida en la legislación peruana. El supuesto al que se refiere se daría, por ejemplo, si una sociedad anónima (de carácter mercantil y capitalista a todas luces) se transformara en una asociación civil sin fines de lucro. No obstante, en este supuesto extremo entrará a relucir lo que el mismo Farrando (1998) describe como el cuarto instrumento jurídico que atenúa la severidad del principio de subordinación a la mayoría: el derecho de separación (p. 52).

2.6.1.1 El principio de adopción de acuerdos por voluntad mayoritaria y su relación con el derecho de separación

Como ya hemos indicado, el principio de las mayorías es el paradigma actual para la adopción de acuerdos a nivel de junta general de accionistas y encuentra en el derecho de separación un instrumento jurídico atenuante. Pero ¿por qué se afirma ello?

En primer lugar, debemos reiterar que el derecho de separación precisa para su ejercicio de legitimidad objetiva; es decir, la adopción de un acuerdo por la junta general de accionistas (como regla general). El accionista que se encuentra habilitado para ejercer su derecho de separación (porque cumple con los requisitos subjetivos) participa en el mismo órgano de gobierno que los demás accionistas; sin embargo, no ha manifestado su aceptación al acuerdo que lo habilitó a ejercer dicho derecho. En ese sentido, vemos que el derecho de separación guarda con el principio de las mayorías una relación de causa-efecto: será necesario que se adopte un acuerdo determinado a nivel de junta general de accionistas para que un grupo de accionistas (con legitimidad subjetiva) puedan separarse de la sociedad.

Al respecto, un sector de la doctrina considera que el derecho de separación es antagónico con el principio de las mayorías, al constituir una excepción al mismo. Son de esta opinión Hundskopf (2010, p. 262) y Velasco (1976, p. 22), como ya indicamos en la sección 2.3.3.2, además de Elías (2015a, p. 688).

Ante dicha consideración, algunos autores esgrimen posiciones contrarias. Por ejemplo, Dasso (1985) sostiene que (i) la norma que impone la obligatoriedad de los acuerdos de la junta general de accionistas encuentra en el derecho de separación su confirmación, toda vez que el accionista disconforme queda excluido de la sociedad si no acata la decisión e invoca el derecho (téngase en cuenta que este último está disponible solo para supuestos taxativos); y (ii) si fuera realmente un límite al poder de la mayoría, se otorgaría una facultad al accionista de impedir la modificación a las “bases esenciales”; sin embargo, al permitirse únicamente que el accionista se coloque fuera de la esfera de la sociedad, se destaca más bien la prevalencia de la soberanía (antes que su delimitación) (p. 58).

Dicha opinión es también recogida por Brenes (1999), quien afirma que, si el derecho de separación constituyese una excepción al principio de las mayorías, el accionista disidente podría impedir la modificación de determinadas cláusulas. *Contrario sensu*, afirma que el derecho de separación debe apreciarse como una confirmación del referido principio, puesto que el accionista, para evitar soportar las consecuencias del acuerdo, no tiene más opción que disolver el vínculo que le une a la sociedad, colocándose fuera del ordenamiento social (pp. 79-80).

Definitivamente compartimos las opiniones de los últimos dos autores citados. Considerando ambas instituciones (principio de las mayorías y derecho de separación) de manera aislada, confirmamos la relación causa-efecto que explicamos antes. Sin embargo, recogemos también que, a la luz de lo expuesto, el ejercicio del derecho de separación no mermará ni impedirá que el acuerdo adoptado por la junta general de accionistas llegue a ejecutarse. Si bien el accionista disidente “escapará” de la voluntad de la junta general de accionistas, el poder de la mayoría no se verá disminuido ni, mucho menos, anulado.

2.6.2 Naturaleza jurídica del derecho de separación

Ahora bien, habiendo expuesto el principio del Derecho Societario en el marco del cual se ejercita el derecho de separación, y que constituye su causa objetiva, pasaremos a explicar su naturaleza jurídica para, posteriormente, terminar con la construcción de su fundamento en nuestro contexto actual.

Entonces, ¿qué es la naturaleza jurídica y por qué resulta importante para nuestro estudio? Concepto de difícil definición, la naturaleza jurídica es en ocasiones utilizada por distintos juristas en reemplazo de otras categorías de análisis jurídico. Ello incluso es referido por Lois (1956), quien en plena mitad del siglo XX argüía que los estudiosos del Derecho toman posición por la naturaleza jurídica de distintos institutos, en base a una tradición varias veces secular, sin resolver de manera previa qué se entiende por “naturaleza jurídica” (pp. 159-160).

Pues bien, el mismo Lois (1956) la describe como la “*ratio essendi*”, el porqué trascendental que aclara el instituto que se estudia. De esta manera, se comprende que una institución es implicación y consecuencia de alguna forma de valor jurídico primitiva (pp. 178-179). Esta visión es también sostenida por Cabanellas (2007), quien la define como la “calificación que corresponde a las relaciones o instituciones jurídicas conforme a los conceptos utilizados por determinado sistema normativo” (p. 116).

De esta manera, advertimos que la importancia de la determinación de la naturaleza jurídica recae, principalmente, en ubicar al instituto jurídico materia de estudio en el marco de cierto sistema jurídico (que, en este particular caso, sería el peruano).

Dicho esto ¿cuál es la naturaleza jurídica del derecho de separación? La doctrina coincide mayoritariamente: se trata de un derecho individual del accionista, como hemos venido indicando a lo largo del presente trabajo. El nivel de coincidencia es tal en la doctrina, que inclusive en caso de discordancia sobre otros aspectos relacionados con el derecho de separación (como aquella entre Brenes y Farrando, ilustrada en la sección 2.3.3.1), hay coincidencia en que se trata de un derecho individual del accionista.

2.6.2.1 Los derechos de los accionistas y los derechos individuales de los accionistas

La posición jurídica de “accionista”, titular de acciones representativas del capital de determinada sociedad, entraña toda una serie de derechos, categoría en la cual queremos enfocarnos. Como ya hemos visto, el grupo de los accionistas es aquel conjunto de inversionistas que ostentan el control sobre las sociedades. En ese sentido, han sido dotados (en términos generales) de un plexo de derechos: derecho a participar con voz y voto en las juntas generales, derecho a percibir dividendos, derecho a fiscalizar la marcha social, derecho a separarse de la sociedad, entre otros. Téngase presente que estas

atribuciones podrán ser ejercidas por los accionistas individualmente considerados, y que no deberán ser confundidas con aquellas que ostenta la junta general de accionistas como órgano social.

Existen múltiples formas de categorizar los derechos de los accionistas. Por ejemplo, Rodas (2013) trae a colación la clasificación en mérito al contenido del derecho, teniendo así derechos políticos o administrativos y derechos económicos o patrimoniales (p. 28). Otros autores como León (2018) traen a colación otras clasificaciones, entre las que encontramos aquella basada en la naturaleza de los derechos, donde distingue los inderogables (p. 17), irrenunciables (p. 19) y renunciables (p. 20); mientras a su vez propugna una clasificación actualizada más bien pragmática, donde encontramos a los esenciales o instrumentales (p. 22), los mínimos fundamentales (p. 24), y los disponibles (p. 29).

Dentro de todo ese universo de derechos de los accionistas, existe una categoría especial: los derechos individuales. Como indicamos en la sección 2.5.1, una de las teorías propuestas para limitar el poder de las mayorías, que pasaron a controlar las sociedades como consecuencia de la derogación de la regla de la unanimidad, fue la de los derechos individuales de los accionistas. Ramos (2004) indica que los derechos individuales tienen como características principales (i) su inderogabilidad por parte de la mayoría (salvo excepciones concretas); y (ii) la imposibilidad de su modificación por medio del estatuto o por acuerdo de junta general de accionistas, salvo límites o condiciones determinados por la propia ley (p. 59). León (2018) los encuadra en su nueva clasificación como derechos mínimos fundamentales, a los cuales califica como esenciales a la construcción del tipo societario (p. 24).

A manera de ejemplo, en el marco de la legislación peruana podemos encontrar un derecho de los accionistas que, a todas luces, es un derecho individual: el derecho al dividendo. De una lectura conjunta de los artículos 95 y 96 de la LGS, vemos que sea o no que las acciones de determinada sociedad confieran derecho a voto, en ambos casos los accionistas tendrán derecho, cuando menos, a participar en el reparto de utilidades a que haya lugar, siempre con cargo a la existencia de estas últimas. Tal derecho encuentra su fundamento en la finalidad lucrativa que persigue la sociedad anónima, en mérito a la cual debe existir un retorno a favor de los accionistas.

Y así como el derecho al dividendo, el derecho de separación es otro derecho individual del accionista, como ya lo hemos afirmado en múltiples ocasiones a lo largo de este trabajo en citas a Farrando, Brenes y Ramos. En ese mismo sentido tenemos a Velasco (1975, p. 53), Rodas (2013, p. 27) y Alonso (2013, p. 96).

La legislación peruana también consagra al derecho de separación como un derecho individual de los accionistas. Los citados artículos 95 y 96 de la LGS lo consignan como uno de los derechos que, cuando menos, debe conferir la calidad de accionista, sin importar si las acciones cuentan (o no) con derecho a voto. Por otro lado, el mismo artículo 200 de la LGS dispone que “es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio”.

De esta manera, no tenemos inconveniente conceptual ni legal para afirmar que la naturaleza jurídica del derecho de separación es la de un derecho individual del accionista. No obstante, nos queda todavía determinar por qué esto es así.

2.6.3 Fundamento actual del derecho de separación

2.6.3.1 Teorías que pretenden dar un fundamento al derecho de separación a nivel doctrinario

2.6.3.1.1 Teoría de la ley

Esta teoría propugna que el fundamento del derecho de separación se encuentra en la voluntad del legislador, quien configura este derecho como institución de orden público y, como tal, irrenunciable anticipadamente por su titular (Brenes, 1999, p. 96). Coincide Dasso (1985) con que, mediante esta teoría, constituiría el derecho de separación una institución de orden público, irrenunciable de manera anticipada; y añade que el derecho de separación se otorga como compensación al derecho ilimitado de la mayoría para cambiar los estatutos sociales (p. 59).

Velasco (1976) señala que las siguientes son consecuencias derivadas de admitir la teoría de la ley: (i) el derecho de separación es un derecho inderogable, por lo cual las causas legales que determinan su nacimiento no pueden ser suprimidas ni restringidas por

los estatutos ni por la mayoría accionaria; (ii) el derecho de separación es irrenunciable preventivamente, por constituir un elemento esencial del contrato de sociedad; y (iii) los estatutos no pueden establecer causas de separación diferentes de las reconocidas por la ley (p. 55).

2.6.3.1.2 Teoría del contrato

Según esta teoría, el derecho de separación es un supuesto de rescisión parcial del contrato de sociedad, fundado en el hecho de que el consentimiento prestado por el accionista en el momento de su ingreso en la sociedad presupone la permanencia de aquellas condiciones que, el legislador presume, determinaron la adquisición de la calidad de accionista. Por ende, cuando dichas condiciones desaparecen, el accionista puede retirarse de la sociedad y pedir la devolución de su parte en el haber social, por modificación de aquellas condiciones que fundamentaron la emisión de su consentimiento (Velasco, 1967, pp. 55-56).

Añade Brenes (1999) que las consecuencias derivadas de la adopción de la teoría del contrato son que el derecho de separación: (i) es derogable anticipadamente por el accionista; y (ii) es regulable en los estatutos para casos distintos y de forma diferente a la legal, ya que las disposiciones de la ley serían supletorias a la voluntad de los accionistas (p. 102).

2.6.3.2 Opiniones de la doctrina con relación al fundamento del derecho de separación

Si bien la doctrina no es uniforme con relación al asunto bajo comentario (espinoso, si de esa manera lo podemos calificar), hemos detectado una tendencia más bien orientada a la teoría contractual. El tema no es sencillo, pues implica extender nuestro análisis hacia un nivel superior y más abstracto, y este es la naturaleza jurídica de la sociedad. Para ello dedicaremos la siguiente sección, mientras que en la presente expondremos qué fundamento le da la doctrina al derecho de separación.

Velasco (1976) considera que la teoría que mejor puede ofrecer una base o fundamento al derecho de separación es la teoría de la supervivencia contractual, que considera como esenciales y decisivas para la formación del consentimiento en los

contratos de tracto sucesivo (entre los cuales está el de sociedad) determinadas situaciones o presupuestos objetivos, cuya modificación o alteración justifican la salida del accionista, subsistiendo la sociedad (pp. 60-61).

Dasso (1985) destaca que la fundamentación del derecho de separación reposa en la disciplina contractual (p. 80). Ello se debe a que, según este autor, es posible calificar a la sociedad como especie contractual en su origen y en su desarrollo, en el acto constitutivo y en las consecuencias de su ordenamiento (esto es, el momento dinámico organizativo de la sociedad) (p. 43). De esta manera, los intereses legítimos y contrapuestos de la sociedad y del accionista (de modificar el contrato social y de conservarlo, respectivamente) llevan a la generación del derecho de separación (p. 45).

Garrigues (1987) sostiene que en el caso del accionista no conforme con la revisión del valor de su aportación no dineraria, se le concede el derecho de separación en consideración a la naturaleza contractual de la aportación, pues no se puede obligar al accionista a continuar en la sociedad cuando la base sobre la que su consentimiento descansaba resulta modificada. En los demás supuestos, se concede el derecho al accionista no conforme con determinadas modificaciones graves de los estatutos, pues no se puede obligar al accionista a continuar en la sociedad cuando en ella se han operado mutaciones sustanciales (p. 289).

Brenes (1999) encuentra la ratio del derecho de separación en el mecanismo general de la resolución contractual parcial, pues el ejercicio de dicho derecho actúa sobre el vínculo obligatorio que une al accionista con la sociedad, produciendo una novación subjetiva del contrato, pero permitiendo la subsistencia del ente, que continúa sin cambiar su carácter e identidad (p. 150).

Galgano (1999) señala que el reconocimiento de la facultad de retirarse de la sociedad implica una excepción al principio general según el cual el contrato no puede ser disuelto sino por mutuo consentimiento; esto es, por voluntad de todos los contratantes originarios. La excepción al principio general encuentra su propia justificación en una exigencia de protección de la libertad individual (la de evitar la perpetuidad del vínculo contractual). Su justificación específica, con respecto al contrato de sociedad, es la protección de la libertad de iniciativa económica, que resulta amparado en esta forma en su aspecto negativo, como libertad de renunciar al ejercicio de una actividad económica que ya se ha emprendido (p. 141).

Mascheroni (1999) destaca que el derecho de separación se conforma mediante una declaración unilateral de voluntad que debe considerarse vinculante y potencialmente rescisoria de la relación contractual societaria, pues debe perfeccionarse mediante el conocimiento de dicha declaración por la sociedad destinataria, concluyéndose así el acto jurídico de receso (p. 176).

Cabanellas (2006) considera que la posibilidad de receso ha sido vista como “una reminiscencia del carácter contractualista de la sociedad”, citando a Areán. Sin embargo, rechaza que su fundamentación se encuentre en motivos puramente contractuales. Más bien, señala que tal fundamento se encuentra en la intención de conciliar la posibilidad de reformas a la estructura de la sociedad con los intereses de los accionistas minoritarios, pues serán estos quienes, fundados en una disidencia superada por las mayorías, podrán ejercer el derecho de receso (p. 248).

Hundskopf (2009) indica que, bajo la concepción de que el derecho de separación es ejercido por un accionista opuesto a la modificación de aquellas cláusulas del contrato social que resultaron determinantes para su ingreso en la sociedad, el pacto social es visto como un contrato y, en ese sentido, resulta inmodificable si es que todas las partes involucradas no asienten en su modificación (p. 219).

2.6.3.3 Fundamento del derecho de separación en el ordenamiento jurídico peruano

Como vimos en la sección anterior, la gran mayoría de autores califica al derecho de separación como un remedio cuyo origen se encuentra en los contratos, partiendo de la naturaleza contractual de la sociedad. En ese sentido, un primer nivel de análisis deberá cubrir esta materia y dilucidar si, en el ordenamiento jurídico peruano, la sociedad (en particular, la sociedad anónima) es un contrato.

Sin entrar a adelantar teorías con nombre propio, desde un primer vistazo observamos la marcada existencia (y diferencia) entre dos momentos de la vida de la sociedad: la constitución y el desarrollo de esta última.

El artículo 3 de la LGS dispone que las sociedades en general se constituyen simultáneamente y en un solo acto por los socios fundadores; salvo en el caso de la sociedad anónima, donde además se permite la constitución mediante oferta a terceros. Sea uno u otro caso, observamos que esta fase constitutiva de la sociedad perdurará hasta

que ocurra lo indicado en el artículo 6 de la LGS, según el cual la sociedad adquirirá su personalidad jurídica desde su inscripción en los Registros Públicos.

De esta manera, tenemos estos dos momentos: un primer momento, denominémosle “constitutivo”, en el cual hablamos de un acto celebrado por los fundadores; y un segundo momento, llamémosle “organizativo”, en el cual la sociedad adquiere su personalidad jurídica y se desarrolla como sujeto de derecho. Por supuesto, la adquisición de la personalidad jurídica marca totalmente la diferencia, pues con el nacimiento de una persona jurídica nueva podemos hablar de un centro de atribución de situaciones jurídicas subjetivas distinto al de las personas que lo integran.

Al respecto, ¿qué dice la doctrina nacional? Hundskopf (2001) afirma que, a pesar del silencio de la LGS sobre el particular, ello no niega el inicial carácter contractualista de la sociedad (p. 130). En su opinión, la sociedad nace de un contrato, como producto del acuerdo de voluntades destinado a crear una relación jurídica de carácter patrimonial. Perfeccionado este y gestada la nueva persona jurídica, esta asume derechos y obligaciones, adquiere composición orgánica, voluntad y patrimonio autónomo (p. 131).

En tal sentido, como bien señala Robilliard (2009), la constitución de una sociedad se dará mediante un acuerdo de voluntades, cuyo propósito será crear la relación jurídica societaria que pasará a regirse por el Derecho Societario. Así, dicha relación jurídica abandonará los alcances del acto constitutivo que la originó, se desarrollará en el mundo del Derecho de sociedades y su devenir estará marcado tanto por la autonomía privada de las partes como por la propia ley (p. 55).

Montoya (2010) opina en el mismo sentido, al denominar al contrato de sociedad como el “percutor” de la creación de la persona jurídica, siempre que se cumplan los requisitos prescritos por el ordenamiento para tales efectos. Una vez creada aquella, se producirá el agotamiento del contrato de sociedad, tras lo cual las relaciones jurídicas entre los contratantes originales (los accionistas) y entre estos y la persona jurídica creada ya no se explicarán a partir de una relación contractual, sino con las reglas propias de la persona jurídica en cuestión (entre las que encontramos normas imperativas y normas dispositivas) (pp. 176-177).

A nuestro parecer, es bastante clara la distinción entre el momento constitutivo y el momento organizativo de la sociedad. El primero constituye una fase contractual a

todas luces, y las actuaciones concernientes a esta deben regirse por, principalmente, dos normas: (i) el Código Civil, que regula la disciplina contractual en general y que, conforme al artículo IX de su Título Preliminar, es de aplicación supletoria a las relaciones de Derecho privado; y (ii) la LGS, que regula la actividad societaria en general.

En ese contexto, el Código Civil regulará todo aquello concerniente al contrato de sociedad en cuanto negocio jurídico. Para ello, tenemos los elementos de validez que recoge el artículo 140 del Código Civil y las demás disposiciones establecidas en el Libro II de dicho cuerpo normativo, así como las demás reglas vinculadas con los contratos en general, establecidas en la sección primera del Libro VII del Código Civil.

Por otro lado, la LGS proporcionará reglas complementarias para la celebración del contrato de sociedad, pero de naturaleza esencial. Dichas reglas se enfocan, principalmente, en el contenido mínimo que deberá tener tanto el pacto social como el estatuto, así como en la manera de proceder con relación a los aportes de los accionistas fundadores y la formalidad que deberá observarse (celebración del contrato mediante escritura pública).

Después de que el contrato de sociedad haya cumplido con todas las disposiciones aplicables por la normativa precitada, deberá atravesar una fase intermedia ante los Registros Públicos peruanos, la cual estará sometida a las reglas aplicables del Derecho Registral (básicamente, el Reglamento General de los Registros Públicos y el Reglamento del Registro de Sociedades). Dicha fase, que comprende el denominado procedimiento registral, culminará de manera exitosa con la inscripción del acto de constitución de la sociedad en cuestión en los Registros Públicos.

Una vez inscrita la constitución de la nueva sociedad, esta última nacerá como persona jurídica. Ello determinará que la sociedad ingrese a la fase organizativa, abandone del todo la disciplina contractual y pase a estar enteramente regulada por la LGS. De esta manera, podemos afirmar que las sociedades, durante la fase organizativa, tendrán la naturaleza jurídica de personas jurídicas, y que el término “contrato de sociedad” únicamente resultará aplicable durante la fase constitutiva.

Basándonos en esto último, resta claro que las regulaciones de la disciplina contractual, así como los remedios que ella conlleve, serán aplicables al contrato de sociedad hasta el momento en que esta adquiera su personalidad jurídica con la

inscripción en los Registros Públicos de dicho contrato. Después de ello, no podemos admitir la aplicación de tales disposiciones, toda vez que la regulación aplicable será la de la LGS (salvando la regla de la supletoriedad del Código Civil, recogida en el artículo IX de su Título Preliminar).

En mérito a ello, en el marco de la legislación peruana debemos afirmar que el fundamento del derecho de separación reside en la ley, toda vez que los remedios contractuales (tales como la rescisión, la resolución o el receso del contrato) resultarán solamente aplicables al contrato de sociedad, mas no a la sociedad en su fase organizativa, esto es, como persona jurídica.

Consideramos que todos los argumentos recogidos por numerosos autores, mediante los cuales sostienen que el derecho de separación es un remedio contractual, son respetables; sin embargo, obedecen a un concepto de sociedad que se confunde con el acto que da origen a esta última, con lo cual no resultan aplicables a la legislación peruana.

De hecho, es en mérito a esto último que algunos autores hablan del derecho de separación como uno de “disolución parcial de la sociedad”¹⁷ que, en nuestro concepto, no equivale a referirnos a la “liquidación parcial de la participación del accionista”¹⁸, por más que algunos autores empleen ambos términos. Por ejemplo, Brenes (1999) utiliza el término al referirse a los efectos derivados del ejercicio del derecho de separación, y señala que la voluntad unilateral del accionista tiene un efecto limitado al de la disolución parcial del vínculo que le une con la sociedad, posibilitando su liberación sin extinguir el contrato (p. 149). De esta manera, y en mérito de los argumentos expuestos líneas arriba destinados a rechazar las teorías que califiquen a la sociedad como un contrato, debemos también rechazar la calificación de “disolución parcial de la sociedad” al efecto del derecho de separación.

Cosa distinta es, a nuestro parecer, hablar de un supuesto de liquidación parcial de la participación del accionista, toda vez que ello es lo que ocurre como consecuencia

¹⁷ En este sentido se pronuncian Brenes (1999, p. 149); Alonso (2013, p. 93); y Caballero y Lavín (2018, p. 212).

¹⁸ En ese sentido se pronuncian Velasco (1976, p. 121); y Brenes (1999, p. 458-459).

del ejercicio del derecho de separación. Como ya hemos explicado de manera precedente, el accionista pierde su calidad, pero el valor de sus acciones le es reembolsado, de manera tal que –en términos financieros– hace líquida su inversión. De esta manera, consideramos prudente afirmar que el derecho de separación sí tiene como efecto la liquidación (total) de la participación del accionista; mas no “parcial”, toda vez que el ejercicio parcial del derecho de separación, si bien es una cuestión debatida¹⁹, no está admitida en nuestra legislación.

2.6.3.3.1 Posibles críticas a nuestro planteamiento

Ante la afirmación realizada, podría argüirse que un supuesto que gatilla el ejercicio del derecho de separación, recogido en la LGS, constituye una “excepción” al fundamento que acabamos de describir. Hablamos de cuando la junta general de accionistas de una sociedad irregular no accede a la solicitud de regularización o disolución (artículo 427 de la LGS).

Con relación a dicho supuesto, de tratarse de una situación de irregularidad originaria (esto es, que la sociedad nunca contó con personalidad jurídica debido a que no llegó a quedar inscrita en los Registros Públicos), podría afirmarse que la naturaleza del derecho de separación sí obedecería a un criterio contractual. De esta manera, resultarían aplicables las reglas y remedios contractuales recogidos en el Código Civil. Sin embargo, dicho argumento palidece ante el hecho de que quien ejercería su derecho de separación resultaría un accionista en el pleno sentido de la palabra, toda vez que la sociedad a la que pertenece, a pesar de no contar con personalidad jurídica, termina estando regulada también por la LGS. De esta manera, puede hablarse de un derecho de separación manifiestamente otorgado por el legislador a determinado grupo de accionistas “irregulares”, quedando claro que ha sido el legislador quien, en esta oportunidad, ha deseado otorgar el derecho de separación a aquellos. Así, la excepción no hace otra cosa más que confirmar la regla: el derecho de separación encuentra su fundamento actual en el ordenamiento jurídico peruano bajo la teoría de la ley.

¹⁹ Véase lo que indica Abramovich al respecto (2011, pp. 575-576).

Una crítica adicional podría hacérsela Velasco (1976), quien afirma que, como consecuencia de acoger la teoría de la ley, los estatutos no pueden establecer causas de separación diferentes de las reconocidas por la ley (p. 55). Discrepamos sobre el particular, puesto que consideramos que la adición de causas de separación, distintas a las reconocidas por la ley, únicamente tendría la naturaleza de configuración del estatuto social por habilitación legislativa.

Por lo demás, si el legislador permitió a los accionistas añadir causales adicionales en el estatuto que les faculten el ejercicio del derecho de separación, no vemos que ello deba implicar un regreso a la etapa constitutiva de la sociedad. Un argumento en ese sentido conllevaría a afirmar que cualquier modificación estatutaria, que añada términos distintos a los previstos en la LGS y proporcione a la sociedad una regulación particular, tendría un sustrato contractual, hecho que negamos por los motivos ya expuestos.

En suma, afirmamos que el fundamento del derecho de separación en el ordenamiento jurídico peruano obedece a motivos legales, resultando así el legislador quien configura y brinda contenido al derecho, el mismo que podrá ser ampliado por acuerdo de las mayorías, pero nunca derogado ni modificado de tal manera que su ejercicio resulte más gravoso.

2.7 Conclusiones del capítulo II

1. El derecho de separación cuenta con una multiplicidad de aspectos que lo caracterizan y definen como un derecho individual del accionista que, ante la adopción de determinados acuerdos por la junta general de accionistas, previstos legal o estatutariamente, o la ocurrencia de ciertos supuestos previstos legalmente; le permite retirarse de la sociedad mediante la transferencia de sus acciones a la sociedad emisora de estas contra el reembolso del valor de aquellas.
2. Los orígenes del derecho de separación se fundaron en su aplicación como un mecanismo de protección de intereses de los accionistas que no votasen a favor de modificaciones de los aspectos más fundamentales del contrato de sociedad, ante el paso de la regla de la unanimidad a la regla de las mayorías

como mecanismo de adopción de acuerdos a nivel de junta general de accionistas.

3. En Perú, la naturaleza jurídica del derecho de separación es la de un derecho individual del accionista, inderogable e irrenunciable.
4. El fundamento contemporáneo del derecho de separación en Perú se encuentra en la voluntad del legislador, quien ha proporcionado este mecanismo a los accionistas como un medio de protección de sus intereses.



CAPÍTULO III: EN BUSCA DE LA FINALIDAD DEL DERECHO DE SEPARACIÓN

Hasta este punto, hemos procurado abordar aquellos aspectos más relevantes del derecho de separación en la legislación peruana, a fin de que nos sirvan de base para lo que ahora nos compete: dilucidar cuál o cuáles son los fines del derecho de separación y del reembolso que ocurre como consecuencia de su ejercicio.

Tal como hemos indicado en el capítulo I, el presente trabajo tiene por propósito general determinar si resulta o no conveniente modificar el mecanismo aplicable a la valorización de acciones extrabursátiles para efectos del reembolso del accionista disidente ante el ejercicio de su derecho de separación. Visto de manera aislada, el objetivo parece más orientado a lo financiero que a lo legal. Sin embargo, será la finalidad o las finalidades del referido derecho, en el marco de la legislación peruana vigente, lo que determinará, a la postre, si resulta o no conveniente modificar el mecanismo de valorización señalado.

Ahora bien ¿por qué nos interesa conocer cuál es la finalidad (o finalidades) del derecho de separación? Como indicamos en el planteamiento de nuestro problema de investigación, estimamos que el derecho de separación podría haber devenido en “ilusorio” y no cumpliría en tutelar los intereses del accionista. Pues bien, la pregunta es ¿cuáles son esos intereses que debe tutelar el derecho de separación?

Esperamos, entonces, encontrar una respuesta a lo largo de las líneas del presente capítulo, a efectos de determinar si el valor en libros que aplicaría a las acciones extrabursátiles (ante la falta de acuerdo entre accionista disidente y sociedad) responde a las expectativas e intereses que sirve el derecho de separación.

3.1 Las finalidades del derecho de separación según la doctrina

Existe diferencia entre los efectos derivados del ejercicio de un derecho determinado, y los fines que este último sirve. Por ejemplo, en el Derecho de Contratos, una cláusula

resolutoria expresa que favorezca a alguna de las partes le brindaría el derecho de resolver el contrato en caso de incumplimiento de su contraparte; sin embargo, no podemos negar la finalidad disuasiva de la cláusula con relación a dicha contraparte. De esta manera, y tras un simple análisis, le encontramos a la cláusula resolutoria expresa dos finalidades: (i) fungir como mecanismo disuasorio de incumplimiento; y (ii) permitir a una de las partes resolver el contrato ante el solo incumplimiento de la otra.

Pues bien, el derecho de separación es, en palabras de Rodas (2013) un instrumento polifuncional, que no obedece ya a un criterio único, sino que obedecerá a diversas finalidades específicas (p. 33). A lo largo de esta investigación, hemos podido advertir que, precisamente, nos encontramos ante un derecho que cumple no una sino múltiples finalidades que advierte la doctrina. En tal sentido, procederemos a explicarlas en las siguientes líneas.

3.1.1 El derecho de separación como mecanismo de protección de los accionistas ante cambios estructurales de la sociedad adoptados por la mayoría

Podemos afirmar que la función bajo comentario es aquella que distintos autores señalan como la función principal (y, en ocasiones, la única) del derecho de separación; esto es, en virtud de la cual el instituto existe.

Conforme a lo que dicta la finalidad bajo comentario, se protege a los accionistas ante ciertos acuerdos trascendentales adoptados por la mayoría que modifican reglas básicas de la sociedad, en forma tal que sea arbitrario obligarlos a permanecer en el accionariado (Elías, 2015a, p. 690). Es decir, un accionista que vea modificadas las bases más elementales que pudieron constituir la razón fundamental y concluyente para definir su participación en la sociedad (sea mediante su constitución o la posterior adquisición de acciones), tendrá motivos suficientes para separarse de la sociedad de no encontrarse de acuerdo con la modificación referida (Hundskopf, 2010, p. 262). Todo ello, considerando precisamente que el accionista en cuestión no puede enervar por sí solo la adopción del acuerdo, de ahí que algunos autores consideren que esta función es beneficiosa para los accionistas minoritarios²⁰.

²⁰ En este sentido se pronuncia Brenes (1999, pp. 152-153).

En tal sentido, se parte de la premisa de que determinado accionista realiza una inversión en una sociedad determinada, con lo cual puede haber (a) suscrito y pagado acciones en el marco de la constitución de la sociedad o el aumento de su capital, con lo cual aquellas se emiten a su favor; o (b) adquirido acciones representativas del capital de la sociedad, de manos de otro accionista. De manera previa a la realización de la inversión, es habitual que el inversionista pondere los aspectos fundamentales de la sociedad a la cual ingresará como accionista. Sobre la base de dicha información, que podrá abarcar desde el rubro del mercado en el que opera la sociedad hasta su información financiera, el nuevo accionista tomará la decisión de realizar su inversión.

Pues bien, dichos cálculos podrían perder sentido si la sociedad cambia de rumbo. Ello puede ocurrir de distintas maneras: por ejemplo, mediante la modificación del objeto social, la separación de líneas de negocio vía la escisión de la sociedad o la búsqueda de sinergias, con la consecuente extinción de la sociedad, por medio de la implementación de una fusión por incorporación con otra sociedad. Todas estas alteraciones de la sociedad resultan viables únicamente con el voto de la mayoría accionaria reunida en junta general de accionistas, cumpliendo para ello los requisitos de quórum y mayoría aplicables.

Sin embargo ¿cuán graves deberán resultar estos cambios para que justifiquen la separación del accionista? Brenes (1999) indica que las referidas modificaciones deberán afectar sustancialmente alguno de los elementos de la estructura social considerados como presupuestos esenciales de adhesión del accionista a la sociedad (pp. 152-153). Entonces ¿qué clase de modificaciones podrían llegar a ser consideradas de tal gravedad?

La respuesta a dicha pregunta dependerá en un primer término de aquellos acuerdos sociales designados por el legislador como modificadores del “presupuesto esencial de adhesión del accionista a la sociedad” y que, por supuesto, el accionista en cuestión ratifique en tal calidad mediante el ejercicio de su derecho de separación. En lo que respecta a Perú, reiteramos que son los siguientes acuerdos²¹ aquellos que confieren la posibilidad de separarse de la sociedad:

²¹ Hemos excluido expresamente los supuestos siguientes (que consideramos excepcionales): (i) cuando la junta general de accionistas de una sociedad irregular no accediera a la solicitud de regularización o disolución; (ii) si se demuestra que el valor de aportes no dinerarios es inferior en veinte por ciento o más a la cifra en que se recibieron; y (iii) si se modifica el contenido del programa de fundación.

1. Cambio del objeto social;
2. Traslado del domicilio social al extranjero;
3. Creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o modificación de las existentes;
4. Modificación de los regímenes relativos a las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o al derecho de adquisición preferente, para el caso de sociedades anónimas cerradas;
5. Exclusión del Registro Público del Mercado de Valores de acciones u obligaciones inscritas con la consecuente obligación de adaptación a otra forma de sociedad anónima, para el caso de sociedades anónimas abiertas;
6. Transformación;
7. Fusión;
8. Escisión;

Hemos analizado brevemente en la sección 2.2.1.1 anterior cada uno de los supuestos citados. Dejamos en claro que todos ellos pueden constituir legítimas decisiones de negocio que, bien orientadas, pueden añadir valor a la sociedad. Sin embargo, es también cierto que tales acuerdos a ser adoptados por la junta general de accionistas pueden generar cambios estructurales en la sociedad, de una forma u otra (y con consecuencias positivas o negativas).

Adicionalmente a los acuerdos que *ex lege* gatillan la posibilidad de ejercicio del derecho de separación, los accionistas podrán incluir a nivel estatutario otros supuestos cuya ocurrencia consideren lo suficientemente importante como para otorgar la posibilidad, a quienes cuenten con legitimidad subjetiva, de separarse de la sociedad.

Como puede advertirse, la finalidad del derecho de separación que venimos comentando comparte la misma *ratio* con el fundamento indicado al exponer la teoría contractual del instituto. Por ello, no debe sorprendernos que la gran mayoría de autores que defiendan la teoría contractual comparta esta como la gran finalidad del derecho de separación.

Algunos autores²² vinculan la mitigación de riesgos empresariales con el derecho de separación, en el entendido que el cálculo de riesgo que realiza determinado accionista al ingresar a una sociedad puede verse trastocado con la adopción de ciertos acuerdos (que precisamente le otorgan la legitimidad objetiva para separarse), razón por la cual el derecho de separación le permite neutralizarlos. Así, podría entenderse que la finalidad proteccionista que comentamos encontraría su fundamento en un cambio de las condiciones de riesgo asumidas, atadas a la generación de modificaciones estructurales adoptadas por la mayoría.

Si bien el tema de la vinculación de los riesgos con las inversiones será abordado en varias ocasiones a lo largo de este trabajo, consideramos pertinente mencionar que la dinámica de una sociedad anónima, en la cual impera la regla de las mayorías (desde hace ya buen tiempo, como expusimos en la sección 2.5 precedente), involucra la asunción de riesgos empresariales. Dicha situación no es exclusiva de la inversión en acciones: está presente en las inversiones en general, en mayor o menor medida.

Al hacerse propietario de acciones, el accionista puede ganar como perder porque, finalmente, es posible que aquellas ofrezcan dividendos interesantes y sean altamente líquidas o, por el contrario, que sus dividendos sean pobres y desprenderse de ellas mediante su venta sea difícil en extremo (por mencionar algunos ejemplos). En tal sentido, adquirir acciones (de la forma que fuese) constituye una decisión que no le asegura un retorno *per se* al inversionista (de ahí que sean consideradas títulos de renta variable).

Adicionalmente, hemos indicado que en el particular caso de los accionistas minoritarios, estos ocupan una posición de proveedores de capital en forma de *equity* para la sociedad, sin que su participación les confiera control. Por tanto, esa es una de las condiciones de ingreso de las que deberán ser conscientes, a fin de atenerse a las consecuencias derivadas de dicha falta de control²³ (entre las que se encuentra el deber de acatamiento de las decisiones adoptadas por la mayoría).

²² Entre los que encontramos a Dasso (1985, p. 355), Brenes (1999, p. 20) y Mascheroni (1999, p. 175), por mencionar algunos.

²³ Con excepción de las situaciones en las que, mediante un convenio de accionistas, se les confiera control de algún tipo.

Existen supuestos que, innegablemente, incrementan el riesgo empresarial. Tomemos de ejemplo el caso de la junta general de accionistas de una sociedad anónima (forma societaria que confiere responsabilidad limitada a sus accionistas) que acuerde la transformación de esta última a una sociedad colectiva (forma societaria que no confiere responsabilidad limitada a sus accionistas). Es evidente que, ante la pérdida de responsabilidad limitada, el riesgo de todos los accionistas se verá incrementado. Ante un escenario como el descrito, cualquier accionista disidente podría (cumpliendo los requisitos de ley) optar por separarse de la sociedad y afirmar que, en ese particular momento, el derecho de separación le funcionó como un mecanismo de mitigación del incremento de los riesgos inicialmente asumidos.

Sin embargo, existen otros acuerdos de la junta general de accionistas que pueden también modificar el riesgo empresarial originalmente asumido, pero que no confieren derecho de separación. Pongamos de ejemplo el caso de una sociedad administrada por un brillante gerente general que renuncia a su cargo, y es reemplazado por una persona sin experiencia en el giro de actividades de la sociedad. Ante una situación así, razonablemente podría afirmarse que el riesgo de los accionistas ha incrementado, toda vez que el nombramiento de un mal administrador puede llevarlos a percibir un bajo o inexistente retorno y puede restarle valor a la sociedad (en un sentido puramente financiero). No obstante, la designación de la gerencia general no concede la posibilidad de separarse de la sociedad a quienes cumplan con la legitimidad subjetiva correspondiente (al menos, dentro del plano estrictamente legal).

Dicho esto, no pretendemos añadir más supuestos a la lista de acuerdos que bajo la ley confieren la posibilidad de ejercer el derecho de separación; sin embargo, sí queremos resaltar que existe una vinculación entre los cambios estructurales y la modificación del riesgo asumido por un accionista al ingresar a una sociedad. Si bien no podemos dejar de afirmar que la percepción del riesgo es enteramente subjetiva y variará entre los inversionistas (así como el nivel de aversión al riesgo), tampoco podemos negar que una modificación de la estructura de determinada sociedad alterará las condiciones de ingreso del accionista a una sociedad.

En todo caso, dependerá finalmente del accionista determinar si el nivel de riesgo inicialmente asumido se ha visto incrementado en virtud de la adopción de un acuerdo por parte de la junta general de accionistas que le otorgue legitimidad objetiva para ejercer

el derecho de separación, y si dicho incremento es suficientemente material como para retirarse de la sociedad mediante el ejercicio de su derecho de separación.

No obstante, es claro que los acuerdos que en la ley permiten el ejercicio del derecho de separación a los accionistas disidentes pueden, potencialmente, ubicar a estos en una situación difícil que era imprevisible al momento en que decidieron formar parte de la sociedad (Elías, 2015^a, p. 688), momento en el cual tomaron la determinación de invertir en esta última en base a un cálculo que fue realizado tomando en cuenta, entre otros factores, el riesgo vinculado a la inversión. Nos resulta evidente la intención de la ley al permitir la salida del accionista de la sociedad, mediante el ejercicio de su derecho de separación, cuando las condiciones de su ingreso han variado.

3.1.1.1 El derecho de separación como instrumento para el balance de intereses contrapuestos entre el accionista individualmente considerado y la mayoría accionaria

Hemos creído conveniente atar dos de las finalidades del derecho de separación aducidas por la doctrina, como dos caras de una misma moneda. En ese sentido, si bien tenemos por un lado que el derecho de separación funge como un mecanismo de protección de accionistas ante cambios estructurales de la sociedad (cambios que se producirán con la adopción de determinados acuerdos), este derecho servirá también como instrumento para conciliar los intereses del accionista disidente (aisladamente considerado) y de la mayoría accionaria ante un escenario de divergencia (Farrando, 1998, p. 60)²⁴.

En ese sentido, al adoptar la junta general de accionistas un acuerdo que modifique aspectos importantes de la sociedad, advertimos que entran en conflicto dos intereses contrapuestos: (a) el interés de la mayoría accionaria de realizar modificaciones de gravedad a sus estatutos o a la estructura misma de la sociedad, por resultar necesarias o convenientes a los intereses de esta última; y (b) el interés de los accionistas

²⁴ En ese mismo sentido se encuentran Caballero y Lavín (2018, p. 213).

minoritarios de mantener las condiciones de la sociedad inicialmente asumidas (Mascheroni, 1999, p. 175)²⁵.

Como hemos venido indicando, el tránsito de la regla de la unanimidad a la regla de las mayorías como criterio para la adopción de acuerdos societarios a nivel de la junta general de accionistas se realizó con la finalidad de adoptar decisiones expeditas y evitar entrampamientos. De esta manera, no se precisa del consentimiento de todos los accionistas, sino que basta con que una mayoría de aquellos consienta adoptar los acuerdos en junta general de accionistas para que estos resulten jurídicamente válidos y vinculantes a todo el accionariado. La regla de las mayorías resulta conveniente, pues permite que la sociedad pueda adaptarse con mayor facilidad al tráfico del mercado.

Es en ese contexto que el derecho de separación aparece y justifica su existencia como contrapartida del derecho que asiste a la mayoría de modificar los estatutos sociales mediante la adopción de acuerdos trascendentales. De esta manera, el derecho de separación significa una conciliación de la situación del accionista y su interés individual, con el interés mayoritario (Dasso, 1985, p. 315).

Por ello, podemos afirmar que las finalidades del derecho de separación que consignamos como (i) protección de los intereses del accionista ante cambios estructurales de la sociedad adoptados por la mayoría accionaria, y (ii) conciliación de intereses contrapuestos entre el accionista individualmente considerado y la mayoría accionaria; terminan formando dos caras de una misma moneda. El accionista que cumpla con los requisitos de ley podrá ejercer su derecho y separarse, mientras que el acuerdo, válidamente adoptado por la junta general de accionistas, mantendrá su plena eficacia.

3.1.1.2 Ejercicio pasivo del derecho de separación

En la línea de lo descrito, advertimos que la función del derecho de separación relativa a la protección del interés de los accionistas individualmente considerados ante cambios en la estructura de la sociedad puede manifestarse de dos formas: una activa y otra pasiva.

²⁵ Dejamos constancia de que Mascheroni menciona la alteración de las condiciones contractuales básicas originarias como aquella situación generadora de la modificación del riesgo inicialmente asumido, idea que no compartimos al no suscribir la teoría contractual del derecho de separación.

La forma activa del derecho de separación la conocemos bien: la junta general de accionistas adopta un acuerdo determinado que confiera la posibilidad de ejercer el derecho de separación, y aquel accionista que cumpla con los requisitos de ley podrá manifestar su voluntad de retirarse de la sociedad. De esta manera, se vuelve acreedor de la sociedad conforme al valor de las acciones de su titularidad que, según la ley, le corresponda.

Sin embargo, el derecho de separación puede ser ejercido también de forma pasiva. A ello nos referimos cuando Farrando (1998) comenta que este derecho tiene una función disuasoria, por la cual constituye el “precio” que debe ser satisfecho por la mayoría para imponer ciertos cambios a los restantes accionistas, logrando así que la mayoría solo presente propuestas o adopte acuerdos que aglutinen a la mayor cantidad de accionistas (p. 74). Esta manifestación del derecho de separación nos resulta interesante, por lo que nos detendremos para analizarla.

Algunos autores, al relatar las críticas y objeciones que se le formulan al derecho de separación, señalan como una de ellas el riesgo de descapitalización o la pérdida de fondos sociales, el cual –arguyen– no solo implica pérdidas para los demás accionistas, sino que genera un riesgo para los acreedores, debido a la pérdida de liquidez que sufre la sociedad.

De esta manera, vemos que por su lado, Dasso (1985) recoge las siguientes críticas formuladas por la doctrina contra el derecho de separación: (i) que este derecho va en contra de los legítimos derechos de los acreedores, al disminuir su garantía representada por el patrimonio social; y (ii) que provoca, mediante su ejercicio, la disminución del capital, con lo cual puede llevar a la sociedad a la imposibilidad de que cumpla su objeto y hasta determinar su disolución con perjuicio de sus acreedores (entre los que cuenta a dependientes, colaboradores y proveedores, *stakeholders* de la sociedad) (p. 79).

Brenes (1999) recoge como objeción al derecho de separación que su ejercicio puede comprometer seriamente la propia subsistencia de la sociedad, al provocar su descapitalización como consecuencia de la salida definitiva de fondos (p. 20). Críticas similares a las de Dasso y Brenes son expuestas por Farrando (1998, p. 72-73).

A pesar de que los referidos autores esgrimen argumentos contrarios a las críticas para minimizarlas, consideramos que estas son ciertas en un aspecto: el riesgo de

descapitalización de las sociedades es real y perjudica no solo a uno de los *stakeholders* más importantes de la sociedad (sus accionistas), sino al resto de *stakeholders* en general. Recordemos que las actividades comerciales que realice la sociedad benefician no solo a sus accionistas, sino también a sus trabajadores (quienes reciben un sueldo), a sus clientes (quienes ven satisfecho su interés al adquirir los bienes o servicios que la sociedad ofrece al mercado), al Estado (mediante el pago de impuestos) y a la colectividad, en general. Sea que la disminución de la caja opere contablemente contra las reservas libres o contra el capital social, de cualquiera de ambas formas la sociedad terminará perdiendo vigor financiero.

Ahora bien, ante esta situación ¿qué posibilidades existen?

Por un lado, y para prevenir un perjuicio a la sociedad, autores como Brenes (1999) indican que, con la existencia del derecho de separación, se logra que los acuerdos de junta general de accionistas vayan acompañados del mayor consenso posible. Así, dicho derecho limita de forma natural la adopción de precipitados acuerdos en materias de gran importancia para la vida de la sociedad (p. 21). En otras palabras, la sola posibilidad de que algunos accionistas puedan separarse de la sociedad debería llevar a la mayoría a encontrar un consenso a nivel de la junta general de accionistas para la adopción de acuerdos importantes. Consideramos que este estímulo es positivo y favorece una buena convivencia entre accionistas, al esforzarse por integrarlos a todos en la adopción de decisiones trascendentales. De no hallarse dicho consenso, podríamos ver cómo el derecho de separación se convierte en el “precio” que terminarán pagando las mayorías accionarias.

Si la decisión igualmente fuera adoptada por la mayoría accionaria sin un diálogo previo con la totalidad de los accionistas, algunas medidas paliativas pueden tomarse: (i) la junta general de accionistas puede revocar el acuerdo adoptado (Farrando, 1998, p. 74), posibilidad ya esbozada en este trabajo, de manera tal que el derecho de separación caducaría; o (ii) el mismo acuerdo de junta general de accionistas puede establecer que su eficacia quede sometida al transcurrir de un plazo fijo y que si determinado porcentaje accionario ejerce su derecho de separación, aquel acuerdo quede revocado de pleno derecho (condición resolutoria). Hemos de resaltar que en la primera alternativa será preferible que la entrada en vigor del acuerdo esté sujeta a plazo; de lo contrario, podrían

generarse situaciones que dificultarían enormemente su revocación (por ejemplo, cuando se trate de una fusión o escisión que terminó entrando en vigencia).

Por otro lado, nuestra LGS dispone en su artículo 200 la posibilidad de que el juez, a solicitud de la sociedad, pueda determinar el pago del reembolso en plazos y forma distintos a los señalados por ley, si dicho pago pusiese en peligro la estabilidad de la sociedad o si esta no estuviese en posibilidad de realizarlo. De esta manera, la sociedad podría seguir cumpliendo con el pago a sus acreedores (por supuesto, siempre que el plazo y forma de la obligación de pago del reembolso sean modificados por mandato judicial).

A manera de resumen, hemos comprobado que el derecho de separación funcionará tanto si es ejercido como si potencialmente puede serlo, permitiendo consenso e integración entre los accionistas ya que, a la postre, las decisiones de la junta general de accionistas deberán ser adoptadas con apoyo de la mayor cantidad de accionistas si desea prevenirse el citado riesgo de disminución patrimonial de la sociedad.

3.1.2 El derecho de separación como mecanismo de protección de accionistas minoritarios ante abusos de la mayoría

Algunos autores plantean una función que va más allá de la protección que otorgaría el derecho de separación a los accionistas con relación a una variación en la estructura de la sociedad. Estos señalan que la finalidad tuitiva alcanza, más bien, a la protección a los accionistas minoritarios ante un posible abuso por parte de los accionistas mayoritarios. Autores como Velasco (1976) señalan que, junto al derecho de impugnación de acuerdos ilegítimos, el derecho de separación es conferido por las legislaciones para proteger a la minoría del abuso de poder de la mayoría (p. 48).

Para efectos de desarrollar las ideas vinculadas con tal función, hay algunas cuestiones previas que debemos explicar.

Hemos indicado que los accionistas desarrollan sus actividades impulsados por dos tesis, la de maximización de ganancias y la de minimización de riesgos. En virtud de la primera, tendrán el incentivo de orientar su actuación a efectos de que la sociedad sea lo más económicamente eficiente; mientras que, en mérito de la segunda, tendrán el incentivo de definir el nivel de riesgo asumible en cada momento, teniendo en

consideración que ellos afrontarán en primer lugar las consecuencias de su decisión. Podemos afirmar, en ese sentido, que si bien los intereses de todos los accionistas coinciden con ambas tesis (al estar considerados todos ellos por igual como acreedores marginales), la mayoría accionaria posee un elemento del cual la minoría carece: la dirección de la inversión colectiva.

De esta manera, se genera una situación que Armour, Hansmann y Kraakman (2009a) definen como un “problema de agencia”, la cual, en el contexto de una sociedad, se producirá cuando la prosperidad de una parte (el “principal”) dependa de las acciones que adopte otra (el “agente”) (p. 2)²⁶. El segundo de los problemas de agencia que estos autores describen se da entre quienes posean un paquete mayoritario o controlador de acciones (para estos efectos, los “agentes”) y quienes, de otro lado, posean un paquete minoritario que no les confiera control (para estos efectos, los “principales”). Así, la dificultad radica en asegurar que los accionistas minoritarios no resulten expoliados por los mayoritarios (pp. 2-3).

¿Cómo explicar dichos comportamientos? Caballero y Lavín (2018) arguyen que este problema de agencia parte de la dicotomía entre propiedad y control, y que, en compañías de capital concentrado, se traslada al plano exclusivo de los accionistas (tanto mayoritarios como minoritarios) aquel problema generado entre administradores y accionistas (agentes y principales), el cual se suscita cuando los primeros buscan satisfacer intereses divergentes del de los segundos (p. 208).

De esta manera, la explicación de la finalidad bajo comentario parte de los costos de agencia generados entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Recordemos que en la sección 2.3.3.1 precedente acotamos que algunos autores caracterizaban al derecho de separación como un instrumento protector de las minorías, y que si bien no consignamos dicha característica como una de las principales, afirmamos que será la minoría accionaria

²⁶ Ello se debe, según explican los autores, al hecho de que la parte que adopta las acciones (el “agente”) –típicamente, los administradores de la sociedad– cuenta comúnmente con más información que la otra parte (el “principal”) –típicamente, los accionistas–, con lo cual el principal no puede asegurarse de que las actuaciones del agente se adecuarán estrictamente a lo que aquel promete. Ello puede derivar en actuaciones oportunistas o, incluso, divergentes por parte del agente, distintas a las acordadas con el principal (Armour et al., 2009a, p. 2).

aquella que, en la práctica, terminará ejerciendo el derecho de separación, a pesar de resultar este un derecho individual inherente a todos los accionistas por tal sola condición.

En ese contexto, Reyes (2000) señala que la finalidad de la separación es evitar que, en situaciones trascendentales, la regla de las mayorías se convierta en un mecanismo de abuso contra los accionistas minoritarios, debido a que la sociedad puede constituirse en un instrumento opresivo para forzar a los accionistas minoritarios a aceptar un precio injusto por sus acciones, o para convertirlos en rehenes de una compañía reestructurada que no contemplaron al ingresar ni consideran deseable (pp. 215-216).

Pero ¿cómo puede arribarse a una situación como la descrita? Caballero y Lavín (2018) señalan que al imponer la mayoría una decisión sobre el resto de los accionistas, dicho grupo mayoritario decide sobre el uso de los bienes sociales en términos distintos a los que *ex ante* podrían haberse acordado por la unanimidad al constituir la sociedad, generándose incentivos para que la mayoría pueda expoliar a los accionistas minoritarios. Por ello, el derecho de separación sirve, en opinión de los autores –y, especialmente, en sociedades con capital concentrado–, como una herramienta legal para mitigar el potencial problema de agencia a suscitarse entre accionistas mayoritarios y minoritarios, constituyendo un mecanismo de protección de estos últimos frente a eventuales abusos de los primeros (p. 211).

Nos resulta interesante la opinión de los autores, pues apreciamos que el derecho de separación en definitiva mitigará el segundo problema de agencia (entre accionistas mayoritarios y minoritarios) con prescindencia de si llegase a configurarse un abuso, debido a que, como indicamos en la sección 3.1.1.1, dicho derecho contribuirá a alinear los intereses contrapuestos entre ambos tipos de accionistas.

La finalidad bajo comentario ha sido inclusive recogida en la exposición de motivos de la Ley 19.550 de 1972 (Ley General de Sociedades argentina), la misma que incorporó el derecho de separación al ordenamiento jurídico argentino, según comenta Mascheroni (1999), al consignar que la finalidad del derecho de separación era la de “evitar decisiones de mayorías escasas en abuso de fuertes minorías, ante el temor de afrontar el receso de capitales importantes, con las consecuencias que ello acarrea para el cumplimiento del objeto social” (p. 175). Vemos, pues, que los legisladores argentinos pensaron en incluir el derecho de separación como un mecanismo que sirva a los accionistas minoritarios para evitar abusos por parte de los accionistas mayoritarios

(además de plantear el ejercicio pasivo del derecho, al cual nos referimos en la sección 3.1.1.2 precedente).

Así, observamos que, mediante el ejercicio del derecho de separación, los accionistas disidentes pueden abandonar dicha posición mediante la liquidación de su participación en la sociedad. Sin embargo, el motivo por el cual lo ejercen variará, puesto que, en el escenario bajo comentario, el derecho de separación no será ejercido porque se opongan a la implementación de cambios estructurales en la sociedad, sino, más bien, debido a que las actuaciones de los accionistas mayoritarios son –en su consideración– opresivas.

Ahora bien, no debe dejar de tenerse en cuenta que bajo una regulación como la del artículo 200 de la LGS, la actuación opresiva de la mayoría contra la minoría deberá encuadrarse en alguno de los supuestos que permita ejercer el derecho de separación. Caso contrario, la defensa de los accionistas minoritarios ante la opresión de los mayoritarios no podrá encausarse mediante este remedio.

Una pregunta que nos planteamos con respecto a esta finalidad se relaciona con la ventaja que podría obtener la mayoría accionaria mediante la implementación de actos opresivos. Al respecto, Moll (2004) destaca que, a diferencia de las sociedades cuyas acciones tienen cotización bursátil, en el caso de compañías cerradas²⁷ (generalmente) no hay un mercado listo para sus acciones extrabursátiles. De esta manera, y ante la posibilidad de que el accionista minoritario pueda no contar con un retorno, el accionista mayoritario normalmente le propondrá la compra de su paquete accionario a un precio injustamente bajo. El problema radica en que, precisamente, un accionista de sociedades

²⁷ Cabe indicar que Moll (2004) define a las compañías cerradas como organizaciones empresariales definidas por: (i) un reducido número de accionistas; (ii) la ausencia de un mercado para las acciones de la compañía; y (iii) una sustancial participación del accionariado en la administración (existe una más íntima e intensa relación entre capital y trabajo) (pp. 299-300). Hemos preservado la cita para facilitar su entendimiento; sin embargo, debe tenerse presente que la definición de “compañía cerrada” que nos ofrece no resulta necesariamente equivalente a una sociedad con acciones extrabursátiles, toda vez que pueden existir sociedades de accionariado difundido sin cotización bursátil. En todo caso, su concepto de compañía cerrada podría asemejarse a la sociedad anónima cerrada regulada en Perú, toda vez que comparten características como el reducido número de accionistas y la ausencia de un mercado para las acciones de la sociedad (considerando que, en el caso peruano, las acciones de tales sociedades están impedidas de cotizar en Bolsa).

cerradas no puede escapar de la injusticia simplemente al vender sus acciones a un precio justo, debido a la falta de un mercado para ellas (pp. 301-303).

Debemos aclarar que los comentarios de Moll son realizados desde un ordenamiento jurídico distinto (Estados Unidos de América), el cual a su vez contempla regulaciones estatales particulares para la materia societaria, tema que explicaremos de manera general al abordar el tratamiento legislativo comparado del derecho de separación. Por tal razón, plantea apreciar el remedio del *oppression buyout* más como una redención obligatoria causada por personas de dentro de la sociedad, que como una venta voluntaria a terceros. De esta manera, sugiere que el accionista agraviado sea compensado por aquello a lo que ha renunciado; esto es, la proporción correspondiente del valor total de la compañía (Moll, 2004, p. 382).

Salvando las diferencias expuestas entre lo que comenta Moll y la regulación del derecho de separación bajo la LGS, consideramos valioso su ejemplo pues nos permite cerrar el círculo: los tenedores de un paquete mayoritario no solo podrán ejercer el control que ostentan para oprimir a los accionistas minoritarios, sino que encontrarán un incentivo para hacerlo toda vez que, en el caso de compañías sin cotización bursátil, encontrar un mercado para la venta de un paquete accionario resulta más complicado que cuando las acciones cotizan en Bolsa. Ante ese escenario, podrán adquirir los paquetes minoritarios de acciones a un menor precio.

Habiendo abordado distintos aspectos vinculados con la finalidad bajo comentario, no podemos dejar de resaltar su incompatibilidad con la regulación de nuestro derecho de separación. Este último solo puede ejercerse ante supuestos taxativos, legal o estatutariamente previstos. Por tal motivo, si llegase a suscitarse un comportamiento opresivo (por ejemplo, una continuada serie de ejercicios sin que se apruebe la distribución de dividendos²⁸) ante el cual no pueda emplearse un remedio particular, el derecho de separación no resultará aplicable si el supuesto que manifiesta dicho comportamiento opresivo no está previsto dentro de la lista taxativa de situaciones que facultan el ejercicio del derecho de separación.

²⁸ Supuesto aplicable siempre y cuando el o los accionistas minoritarios no alcancen, de manera conjunta, una participación del 20% en el capital social, a fin de solicitar el reparto obligatorio de dividendos que prescribe el artículo 231 de la LGS.

Podría afirmarse que el derecho de separación fungirá como mecanismo de protección de accionistas minoritarios ante abusos de la mayoría, siempre que el grupo mayoritario emprenda sus acciones de opresión mediante la toma de acuerdos que gatillen el ejercicio del referido derecho bajo la LGS o el estatuto de la sociedad.

No obstante, consideramos que una actitud opresiva debe ser evaluada en sede judicial o arbitral, a efectos de determinar su existencia. Una lista con supuestos taxativos que determine la ocurrencia de una actitud opresiva en el marco del desarrollo de funciones de un órgano societario como la junta general de accionistas puede resultar errada, pues, como afirmamos, las actuaciones de dicho órgano deben estar orientadas a procurar un buen funcionamiento de los negocios de la sociedad. En ese contexto ¿cómo separar objetivamente una auténtica decisión de negocio de un acuerdo adoptado para oprimir a los accionistas minoritarios? Con ello, no negamos que comportamientos opresivos no puedan canalizarse mediante las actuaciones de dicho órgano, sino que la determinación de la existencia de aquellos debería, en todo caso, declararla un juez o un tribunal arbitral.

Finalmente, no negamos que pueda existir una disposición adicional en la LGS que otorgue un remedio específico para los accionistas en caso de que, por medio de la adopción de acuerdos a nivel de la junta general de accionistas, sean objeto de opresión por parte de la mayoría (similar al *oppression buyout*). Sin embargo, ese remedio deberá ser distinto al derecho de separación, debido a que este último opera ante la ocurrencia de supuestos taxativos, no de hechos abiertos cuya valoración dependa del pronunciamiento de un tercero.

3.1.3 El derecho de separación como herramienta para incentivar la inversión en sociedades (un acercamiento desde el análisis económico del Derecho)

Otra finalidad del derecho de separación es formulada por algunos autores partiendo (expresa o tácitamente) desde un análisis económico del instituto. Y aquel resulta ser un análisis interesante, toda vez que encauza la visión que se tiene de un elemento naturalmente jurídico (tratándose de un derecho) desde una perspectiva económica. Bullard (2010) indica que esta metodología de análisis busca establecer costos y beneficios de determinadas conductas (que resultan generadas por el Derecho), partiendo

de la premisa que los seres humanos actúan en base a incentivos y que, en consecuencia, tratan de maximizar beneficios y minimizar costos (p. 41). En el fondo, no debemos dejar de tener en cuenta que el Derecho Societario debe estar orientado a solucionar problemas que, finalmente, son de orden económico y financiero, partiendo desde una construcción e interpretación basados en ambas ramas del quehacer humano.

En tal sentido, algunos autores postulan que el derecho de separación tiene por finalidad incentivar la inversión de los accionistas minoritarios en sociedades. Caballero y Lavín (2018) afirman que mientras mayor sea la protección legal de los accionistas minoritarios, más dispuestos estarán los inversores a proveer capital a las empresas a un menor costo, aumentando así no solo la eficiencia, sino también su valor económico; produciéndose –incluso– una reducción en los costos de agencia que tiene, como consecuencia, la generación de beneficios a nivel agregado. Añaden ambos autores que estos beneficios, en países emergentes, se dan a un doble nivel: (i) para las empresas, pues aumenta el acceso a financiamiento, disminuye el costo de capital, mejora el desempeño y favorece un mejor tratamiento para todos los *stakeholders*; y (ii) para el país, habrá una mejor asignación de recursos de la economía, con el consecuente desarrollo financiero y crecimiento nacional (pp. 208-209).

Otros autores como Alonso (2013) precisan que la finalidad bajo comentario cobra especial sentido en sociedades de pocos accionistas y cerradas. Esta autora explica que las acciones de esta clase de sociedades cuentan con una dificultad intrínseca relativa a la desinversión en estos títulos, específicamente cuando no existe un mercado para aquellos. De esta manera, se genera un efecto restrictivo para la entrada de nuevos accionistas, potenciada de no existir un mecanismo que posibilite su salida cuando la mayoría imponga determinadas decisiones que modifiquen el riesgo empresarial. Por el contrario, la existencia del derecho de separación favorece el ingreso de accionistas minoritarios, precisamente al facilitar su salida (pp. 95-96).

Vemos que el argumento expuesto por Alonso se asemeja mucho a uno de los ejemplos clásicos del análisis económico del Derecho, cuando se sostiene que es en virtud de la existencia del divorcio que las personas están más dispuestas a contraer matrimonio, toda vez que, de no ser felices con sus cónyuges, tienen la opción de divorciarse. En esa línea, consideramos razonable la precisión de Alonso: la existencia de un derecho de separación definitivamente constituye un incentivo para invertir en sociedades como

accionista minoritario (especialmente, en sociedades cerradas), toda vez que de ocurrir una modificación considerable a los estatutos o a la estructura de la sociedad (y siempre que esta se encuentre prevista dentro de la relación taxativa de supuestos que permitan el ejercicio del derecho de separación), tendrán a disposición un mecanismo que les permita desinvertir dicha participación minoritaria de acciones.

A pesar de encontrarnos de acuerdo con los argumentos detallados por los citados autores, en el sentido de que la existencia del derecho de separación incentivaría la inversión de accionistas minoritarios en las sociedades (al constituir un mecanismo de protección adicional en favor de aquellos), no consideramos la finalidad bajo comentario como una derivada de la tutela que ofrece el derecho en sí, sino como una finalidad derivada de su incorporación en la legislación societaria.

3.1.4 El derecho de separación como mecanismo generador de mercado y de liquidez para las acciones

Algunos autores comentan de la existencia de una finalidad del derecho de separación estrechamente vinculada con una de las consecuencias derivadas de su ejercicio, la cual es, en palabras de Abramovich (2011), que los accionistas disidentes no tendrán que buscar a un comprador para sus acciones, toda vez que será la propia sociedad quien quedará obligada a la compra (pp. 566-567). Es esto lo que Farrando (1998) describe como el “mercado legal” del derecho de separación (p. 175).

El fundamento de la finalidad bajo comentario lo explican Caballero y Lavín (2018), quienes mencionan que la función del ordenamiento jurídico es la de otorgar al accionista²⁹ una tutela adicional a la que puede encontrar en el mercado (p. 229). Así, se construye como finalidad del derecho de separación la construcción de un mercado legal para acciones, donde no se precisa la existencia de un libre mercado, sino que las acciones recedidas serán adquiridas mediante un intercambio forzoso: la ley determina cosa, precio y partes.

²⁹ Dejamos constancia de que los autores, al explicar la finalidad, hacen referencia explícita a los accionistas minoritarios. Sin embargo, al tratarse de un derecho individual del accionista, consideramos que tal efecto puede extenderse a la categoría general de accionista.

Brenes (1999) considera que el derecho de separación resultará útil en aquellos casos de pequeñas sociedades anónimas con fuerte influencia del *intuitio personae*, en las que pueden producirse importantes dificultades para la transmisión satisfactoria de las cuotas sociales. En tal sentido, la autora concuerda con aquella opinión doctrinaria que propone permitir el ejercicio del derecho de separación únicamente cuando se demuestre que la transmisión de las acciones recedidas a terceros, o a los restantes accionistas, pueda resultar insatisfactoria ante la dificultad para obtener el valor real de las mismas. Asimismo, opina favorablemente sobre la posibilidad de que se limite el ejercicio del derecho de separación en el caso de grandes sociedades de capital cuyas acciones coticen en Bolsa, toda vez que los accionistas encontrarían tutela en la libre transmisibilidad de sus acciones (pp. 151-152).

Reyes (2000) opina de manera parecida, y señala que la referida excepción al derecho de separación para titulares de acciones con cotización bursátil está recogida en los sistemas más avanzados³⁰, en aras de salvaguardar la integridad patrimonial de sociedades que cotizan en bolsa, considerando además que sus accionistas cuentan con un *ready market* para la venta de sus títulos (p. 222).

No obstante, autores como Farrando (1998) consideran que esta alternativa no puede sustituir perfectamente al derecho de separación, debido a que el mercado descontará del precio ofrecido por las acciones las repercusiones que tendrá la modificación (en virtud de la cual se ejerció el derecho de separación); además, que la venta masiva de acciones puede producir una depresión en el precio de negociación, con lo cual no se estaría cumpliendo la tesis del “precio de reserva” (p. 179). Esta tesis señala que el derecho de separación debe evitar que los accionistas disidentes se vean afectados por las consecuencias de ciertos actos o acuerdos no deseados, de forma tal que, en su consideración económica, aquellos queden como si el acto que lo desencadena no se hubiera producido (Farrando, 1998, p. 172).

³⁰ Si bien el autor no brinda ejemplos atados a dicha afirmación de manera inmediata, sí cita a Klein, quien afirma que, bajo múltiples legislaciones estatales (de los Estados Unidos de América), incluida Delaware, el derecho de separación no es aplicable si las acciones de la sociedad se negocian en el mercado público, basándose tal excepción en que los accionistas insatisfechos pueden vender sus acciones en el mercado (como se citó en Reyes, 2000, p. 222).

Con prescindencia de la postura que se adopte, debemos recordar que el artículo 200 de la LGS otorga el derecho de separación a cualquier accionista, sea titular de acciones con o sin cotización bursátil. Por otro lado, hemos descrito al derecho de separación como un derecho individual del accionista, naturaleza jurídica que lo define y permite que acompañe a toda persona que posea la calidad de accionista en el ordenamiento jurídico peruano.

Sin embargo, consideramos interesante e incluso viable la propuesta que en sede doctrinaria recogen Brenes y Reyes, toda vez que coincidimos en que el tratamiento de un tipo de acción definitivamente no es igual al del otro tipo de acción. Para muestra un botón: ambos tipos de acciones suelen ser valorizados de distinta manera (como lo son en la legislación peruana). La discusión de dicha materia trasciende a los alcances del presente trabajo, por lo cual no la abordaremos en extensión ni tomaremos partido por alguna de las dos tesis expuestas.

Sobre el particular, no podemos sino coincidir con la existencia de la finalidad bajo comentario. Ante una situación de cambios profundos de la sociedad, generados por la adopción de un acuerdo en sede de junta general de accionistas, los accionistas disidentes pueden ejercer su derecho de separación. Sin embargo, el ejercicio de este derecho constituye una opción, ya que, si no están de acuerdo con las modificaciones aprobadas, pueden encontrar en el mercado otro medio de tutela de sus intereses, mediante la venta de sus acciones.

No obstante, la tutela del mercado puede no resultar satisfactoria. Si nos concentramos en las acciones extrabursátiles, que por definición carecen de un mercado listo para su negociación, vemos que los costos de transacción en el mercado pueden llegar a ser altos. En ese contexto precisamente existe el derecho de separación: no solo permite la salida del accionista, sino que además permite que este pueda desprenderse de sus acciones en el marco de un “mercado legal”, y que le paguen una determinada suma dineraria (el denominado reembolso).

Por tales razones, no podemos sino afirmar que parte del contenido de la tutela del derecho de separación es la configuración de un mercado exclusivo para las acciones recedidas, en el cual el accionista disidente obtendrá liquidez a cambio de estas.

3.1.5 El derecho de separación como herramienta para solucionar conflictos intrasocietarios y evitar la disolución y liquidación de la sociedad

Hay autores que consideran que el derecho de separación funge también como una herramienta que permite solucionar conflictos intrasocietarios y, a la postre, evitar la disolución y liquidación de la sociedad.

Alonso (2013) señala que la solución de los referidos conflictos se materializa mediante la posibilidad de permitir al accionista abandonar la sociedad ante determinadas circunstancias que provoquen la inexigibilidad de su permanencia en esta (p. 94). Por supuesto que ello derivará en la finalidad complementaria ya comentada que explica Brenes (1999), quien indica que el derecho de separación evitará la disolución total de la sociedad en supuestos en que graves desavenencias entre los accionistas hagan imposible el funcionamiento de los órganos sociales, al cual califica como un “rol fundamental” (p. 151).

Por tales razones, Alonso (2013) menciona que el derecho de separación, desde el punto de vista de su finalidad última, tutela la propia continuidad de la sociedad como ente (pp. 93-94).

Sobre el particular, consideramos difícil que una sociedad anónima peruana resulte disuelta en el marco de un conflicto de accionistas. El artículo 407 de la LGS, que prevé los supuestos de disolución de la sociedad, establece que esta puede quedar disuelta por continuada inactividad de la junta general de accionistas. Sin embargo, en un conflicto que podría “salvarse” con el ejercicio del derecho de separación, el grupo mayoritario tendría definitivamente la posibilidad de mantener en operación a la junta general de accionistas, inclusive mediante la adopción de acuerdos que precisen quórum simple y mayorías computadas sobre la base de asistentes, y no del total de acciones suscritas con derecho a voto.

Por tanto, no consideramos que dicha finalidad resulte aplicable al caso de estudio en el presente trabajo.

3.2 Un vistazo a la valorización de acciones en el marco del ejercicio del derecho de separación

Como indicamos en el capítulo I, el objetivo principal del presente trabajo radica en determinar si resulta conveniente modificar el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, tal como está regulado en Perú. Dicha propuesta de modificación se realizaría, principalmente, analizando las finalidades que tiene el derecho en cuestión, así como la finalidad del reembolso que se produce.

Para tales efectos, en el capítulo II realizamos un análisis de qué es el derecho de separación, cómo funciona, cuáles fueron sus orígenes, cuál es su naturaleza jurídica y cuál es su fundamento actual en el ordenamiento jurídico peruano. Asimismo, en la sección 3.1 del presente capítulo III hemos revisado cuáles son las finalidades que la doctrina atribuye al derecho de separación. Pues bien, consideramos conveniente echar un vistazo muy general al gran tema que nos concierne: los mecanismos de valorización aplicables en el marco del ejercicio del derecho de separación.

En la sección 2.3.1.2 hemos caracterizado al derecho de separación como un derecho económico-patrimonial, y para ello basta con revisar su mecánica: el accionista disidente, tras ejercerlo, se volverá acreedor de la sociedad y liquidará su inversión. Más allá de las finalidades que la doctrina le atribuyen, el éxito (o fracaso) de este derecho radicará en cuánto se le pagará al accionista disidente. Y ello no es una afirmación nuestra, sino que la doctrina se ha pronunciado sobre el particular. Autores con opiniones muchas veces contrapuestas como Farrando y Brenes coinciden: por un lado, el primero afirma que la valorización de la cuota es una de las fases de mayor relevancia en el proceso de separación, de cuyo acierto depende el éxito del remedio (Farrando, 1998, p. 161); por otro, la segunda (según consignamos en la sección 1.2), afirma que se convertirá en ilusorio el derecho de separación si el valor de reembolso establecido no satisface los intereses del accionista disidente por resultar notablemente inferior al que realmente debe ser atribuido a su cuota (Brenes, 1999, pp. 458-459).

En otras palabras, la tutela que por medio del derecho de separación el ordenamiento jurídico pretende darle al accionista depende del valor de reembolso y su determinación, constituyendo esa la cuestión central del derecho bajo comentario (Caballero y Lavín, 2018, p. 206).

Ahora bien, una cuestión tan importante y, al mismo tiempo, tan técnica, no es precisamente sencilla. La valoración es una labor extraordinariamente compleja, debido a la posible aplicación de múltiples criterios valorativos (Farrando, 1998, p. 162). La gran mayoría de autores aborda el tema comentando los criterios de valorización existentes en determinada legislación. Sin embargo, hemos podido identificar dos autores que analizan, en términos generales, qué métodos han adoptado los ordenamientos para poder asignar un valor a las acciones recedidas como consecuencia del ejercicio del derecho de separación.

Por un lado, Dasso (1985) postula la existencia de, principalmente, tres formas de determinar el valor de las acciones, establecidas en función de si se aboga por alguno de los dos intereses contrapuestos en el marco del derecho de separación (accionista disidente y sociedad) (p. 316). Así, sostiene que existen los criterios de (i) último balance (p. 316); (ii) balance especial (p. 319); y (iii) determinación judicial (p. 320). Expone también una solución ecléctica (p. 320), que no consideramos un cuarto método debido a que no dista de los anteriores, sino que constituye una combinación de aquellos.

Así, tenemos que el criterio de último balance apuntará al interés de la sociedad (postergando los intereses del accionista recedente) al estar basado en los valores resultantes del último estado de situación financiera, aprobado por una mayoría que sería la misma que provoca el acto societario causal del ejercicio del derecho de separación (Dasso, 1985, pp. 316-317). El criterio de balance especial, que pondrá más bien atención a los intereses del accionista disidente, consistirá en la elaboración de un estado de situación financiera *ad hoc*, preparado por la misma sociedad o por peritos contratados a costa de aquella o del accionista disidente (Dasso, 1985, pp. 319). Finalmente, en virtud de la determinación judicial se fijará el valor de las acciones mediante un peritaje judicial, llevado a cabo por un especialista designado por el juez correspondiente (Dasso, 1985, pp. 320).

Por otro lado, Brenes (1999) arguye que la valoración de acciones puede enfocarse mediante la utilización de criterios (i) analíticos o (ii) analíticos y sintéticos (p. 460). Cabe hacer la salvedad de que Brenes comenta ambos criterios partiendo de la premisa que, en el marco del ejercicio del derecho de separación, debe hallarse el “valor real” de las acciones (presente en la legislación española). Sin embargo, toda vez que ambos

critérios obedecen a métodos técnicos para hallar el valor de las acciones, consideramos apropiado exponerlos.

De esta manera, los criterios analíticos toman como punto de partida el estado de situación financiera de la sociedad; mientras tanto, los criterios analíticos y sintéticos combinan el empleo del referido estado financiero con la utilización de metodologías que puedan hallar la rentabilidad esperada de la acción (Brenes, 1999, pp. 460-462).

Las clasificaciones y los criterios expuestos por los autores citados resultan interesantes; sin embargo, y para efectos de dar un vistazo breve a lo que es la valorización de acciones, adoptaremos la posición dualista peruana, que emplea criterios basados en valores de mercado y en valores contables.

La referencia al primero de los criterios, podemos encontrarlo en el sexto párrafo del artículo 200 de la LGS. Este resultará aplicable a aquellas acciones con cotización bursátil, de manera tal que estas se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre. Afirmamos que constituye un criterio de mercado, pues precisamente utiliza información proveniente de un mecanismo centralizado de negociación (como es la Bolsa), donde existe constancia de los valores de compra y venta de acciones, para definir el valor de reembolso.

Por otro lado, dentro del criterio de valor de mercado se encuentra el ejercicio de valoración que realice un especialista en la materia, quien determinará con criterio técnico cuál sería el valor de mercado de las acciones recedidas. Abordaremos este tema con mayor extensión en el capítulo IV.

Con respecto al segundo de los criterios, encontramos su referencia nuevamente en el sexto párrafo del artículo 200 de la LGS. En este caso, resultará aplicable para acciones extrabursátiles, las cuales se reembolsarán al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación. Como indicamos, dicho valor es el cociente obtenido de la división entre el patrimonio neto y el número total de acciones.

Sobre el valor en libros, Caballero y Lavín (2018) afirman que presenta una doble ventaja: (i) facilita la valoración de las acciones, puesto que la misma queda reducida a una sencilla operación aritmética; y (ii) le da certidumbre, toda vez que –conforme

afirman los autores– no cabe posibilidad de controversia acerca del valor obtenido³¹ (p. 220).

Ahora bien, con respecto a nuestro particular caso de estudios (acciones extrabursátiles), resultarán aplicables bien el valor contable, o bien el valor de mercado. El primero es una realidad, toda vez que es aquel recogido en la ley, por lo cual detengámonos en el segundo: considerando que el valor de mercado podría determinarse a partir de información bursátil o mediante un peritaje, la única manera posible de establecerlo sería a través de la última alternativa, toda vez que las acciones extrabursátiles por definición no cotizan en Bolsa. De esta manera, las formas de hallar el valor de las acciones extrabursátiles serán mediante la aplicación de (i) métodos contables; o (ii) valuaciones realizadas por expertos. Profundizaremos respecto de ambas opciones en el capítulo IV siguiente.

3.3 El derecho de separación en la praxis legal peruana

Un aspecto en el que consideramos importante detenernos en el marco de la investigación plasmada en el presente trabajo es el concerniente a la percepción del derecho de separación por parte de abogados especialistas en la materia y su ejercicio en el medio local. Para tales efectos, condujimos una encuesta para obtener datos reales que proporcionen una idea con respecto a tales temas, los cuales pasamos a compartir en las siguientes líneas.

Antes que nada, debemos ser muy enfáticos en afirmar que los resultados hallados y expuestos no constituyen datos representativos, sino meramente ilustrativos, debido al tamaño reducido de la muestra y de su poca representatividad de la realidad nacional. No obstante, consideramos que nos brindarán importantes luces relacionadas con el derecho de separación en la práctica legal peruana.

La señalada encuesta fue dirigida a abogados y bachilleres en Derecho peruanos, cuyo ejercicio profesional esté orientado a la rama del Derecho Societario y prácticas

³¹ Entendemos que los autores realizan dicha afirmación debido a que el valor en libros se obtiene de una operación aritmética con resultados exactos. No obstante, a nuestra consideración sí cabría la posibilidad de que los estados financieros utilizados como base para la obtención del valor en libros puedan ser impugnados.

afines (por ejemplo, fusiones y adquisiciones, operaciones de reestructuración patrimonial, asesoría corporativa-societaria, etc.). El universo de encuestados quedó fijado en la base de 23 personas.

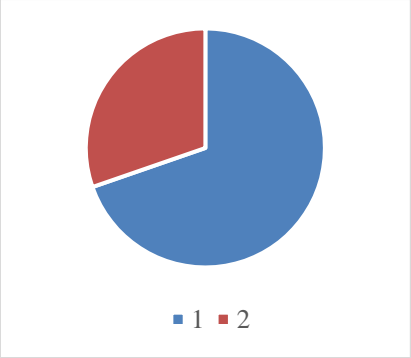
A continuación, detallamos las respuestas obtenidas:



Tabla 3.1

Encuesta realizada a abogados y bachilleres en Derecho peruanos sobre aspectos vinculados a la regulación del derecho de separación en el Perú y propuesta de modificación

Pregunta al encuestado	Respuesta
En alguna transacción en la que haya participado (por ejemplo, operación de compraventa de acciones o activos relevantes, reorganizaciones societarias, entre otras), o en el transcurso de alguna asesoría prestada a clientes suyos, durante el ejercicio de su profesión en el Perú, ¿ha tenido la oportunidad de apreciar el ejercicio del derecho de separación por parte de algún accionista (y que dicha separación se haya concretado)?	(1) Sí: 69.6% (2) No: 30.4%

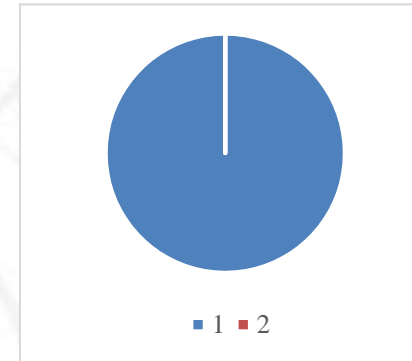


A pie chart illustrating the distribution of responses to the survey question. The chart is divided into two segments: a larger blue segment representing 'Sí' (Yes) at 69.6%, and a smaller red segment representing 'No' at 30.4%. A legend below the chart identifies the blue square as '1' and the red square as '2'.

De ser afirmativa la primera pregunta, ¿las acciones respecto de las cuales se ejerció el derecho de separación de los accionistas cotizaban en Bolsa o eran extrabursátiles (esto es, no cotizaban en Bolsa)?

(1) Sí cotizaban en Bolsa: 100%

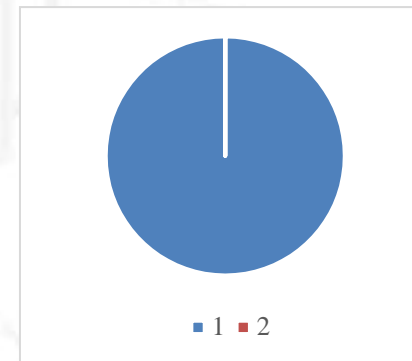
(2) No cotizaban en Bolsa: 0%



Bajo su concepción, ¿considera necesaria la existencia del derecho de separación en favor de los accionistas?

(1) La considero necesaria: 100%

(2) No considero que sea necesaria: 0%



De las siguientes hipótesis, ¿cuál considera usted constituye la finalidad del derecho de separación?

Hipótesis 1: la finalidad del derecho de separación de los accionistas es permitirle a la sociedad modificar las condiciones bajo las cuales sus accionistas decidieron incorporarse a ella, restituyendo al accionista que se separa únicamente el valor de su participación en la sociedad.

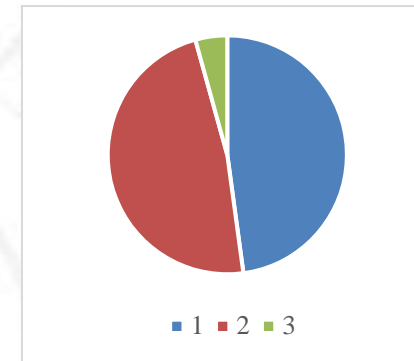
Hipótesis 2: la finalidad del derecho de separación es imponerle a la sociedad la obligación de pagarle al accionista el valor de mercado de sus acciones, como consecuencia de haber adoptado un acuerdo que modificó las condiciones de riesgo bajo las cuales este decidió incorporarse a la sociedad.

Hipótesis 3: la finalidad del derecho de separación es “liquidar” la participación del accionista disidente, al producirse como consecuencia de la separación una “liquidación parcial” de la sociedad.

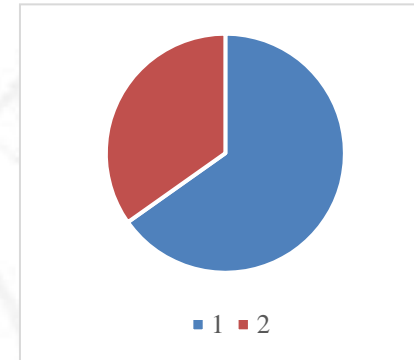
(1) Hipótesis 1: 47.8%

(2) Hipótesis 2: 47.8% ^a

(3) Hipótesis 3: 4.3%



Tomando en cuenta la respuesta anterior, ¿considera que el derecho de separación, tal como está regulado en la Ley General de Sociedades (LGS), resulta de utilidad para los accionistas? (1) Sí: 65.2%
(2) No: 34.8%



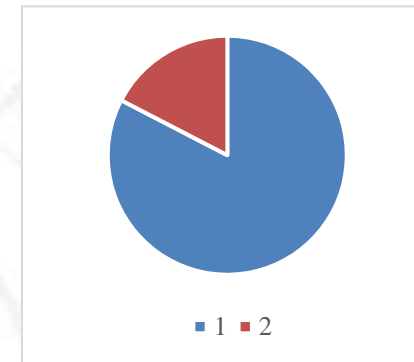
Especificación de la negativa.^b

- Los supuestos deberían ser más amplios.
- El valor de participación no es definido en la ley.
- La limitación de reembolsar como máximo el valor en libros genera desincentivos.
- No se ha logrado un adecuado tratamiento de la determinación del valor-acción.
- Le da la posibilidad de separarse, pero no le genera alguna indemnización como reparo a la separación casi exigida.
- El derecho de separación, tal y como está regulado en la LGS, es ineficiente en términos de valor. No existe una compensación idónea al accionista por un acuerdo que cambia su estructura de riesgos. En cualquiera de los dos casos (siendo el caso de la sociedad no listada más grave aún), el accionista recibe un "valor de mercado". Evidentemente, si el accionista tuviese interés en ese "valor de mercado", habría dispuesto de su acción a dicho valor. El hecho que el accionista no disponga de sus acciones a dicho valor refleja claramente que dicho valor es insuficiente. En otras palabras, ese "valor de mercado" no representa el valor al que el accionista estaría dispuesto a vender sus acciones. Desde una perspectiva económica del derecho, puede ser una transacción ineficiente para el accionista (un castigo, más que una compensación).
- No está regulado adecuadamente el valor de las acciones a ser reembolsado.

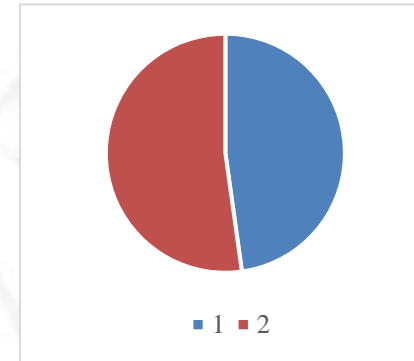
¿Considera justificado el hecho de que exista derecho de separación cuando el accionista disidente tenga abierta la posibilidad de transferir sus acciones libremente? Tenga en cuenta que dicho supuesto abarca las siguientes dos (2) posibilidades: (i) la existencia de derecho de separación en sociedades “abiertas” (esto es, sociedades cuyas acciones puedan ser libremente transferidas sin sujeción a limitaciones legales o estatutarias); y (ii) la existencia de derecho de separación aun en el hipotético caso de que no aplicasen las limitaciones a la transferencia de acciones existentes ante eventos que gatillen el nacimiento del derecho de separación.

(1) Sí: 82.6%

(2) No: 17.4%



Considerando que la regulación del derecho de separación contenida en el artículo 200 de la LGS, ¿se encuentra de acuerdo con el mecanismo de valorización de acciones que dispone el citado artículo, para el caso de acciones extrabursátiles? (1) Sí: 47.8% (2) No: 52.2%



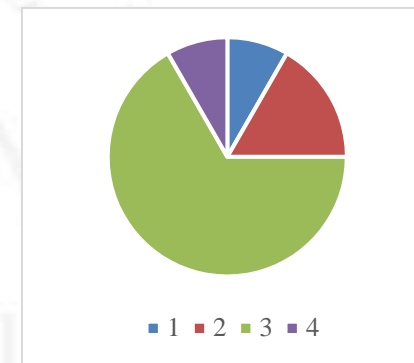
De no estar de acuerdo con el mecanismo de valorización de acciones que dispone el artículo 200 de la LGS para el caso de acciones extrabursátiles, ¿qué valor deberían recibir los accionistas disidentes titulares de las referidas acciones? °

(1) Valor nominal de las acciones: 8.3%

(2) Valor de liquidación de la sociedad (esto es, valor de realización de los activos menos pasivos): 16.7%

(3) Valor de mercado (por ejemplo, valor de flujos futuros descontados): 66.7%

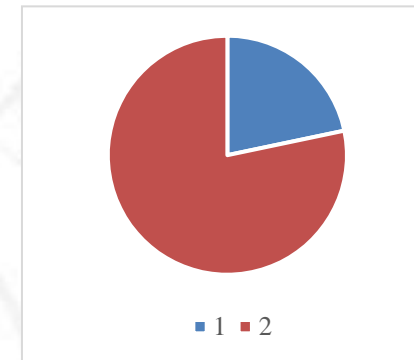
(4) Valoración tipo OPA: 8.3%



¿Se encuentra de acuerdo con que el artículo 200 de la LGS no permita que el accionista disidente y la sociedad puedan acordar un valor para el reembolso de las acciones que sea superior al obtenido como consecuencia de la aplicación de los mecanismos de valorización referidos en dicho artículo? (por ejemplo, en el caso de acciones extrabursátiles, si el valor en libros por acción asciende a diez, accionista y sociedad no pueden acordar un valor de reembolso mayor a diez por acción).^d

(1) Sí: 21.7%

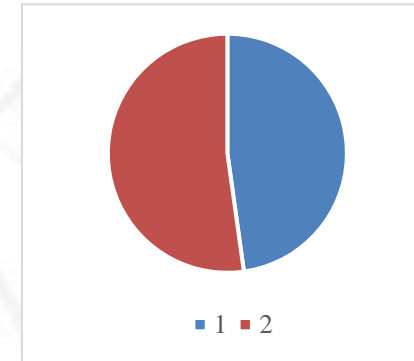
(2) No: 78.3%



¿Sugeriría alguna modificación adicional a la redacción del artículo 200 de la LGS?

(1) Sí: 47.8%

(2) No: 52.2%

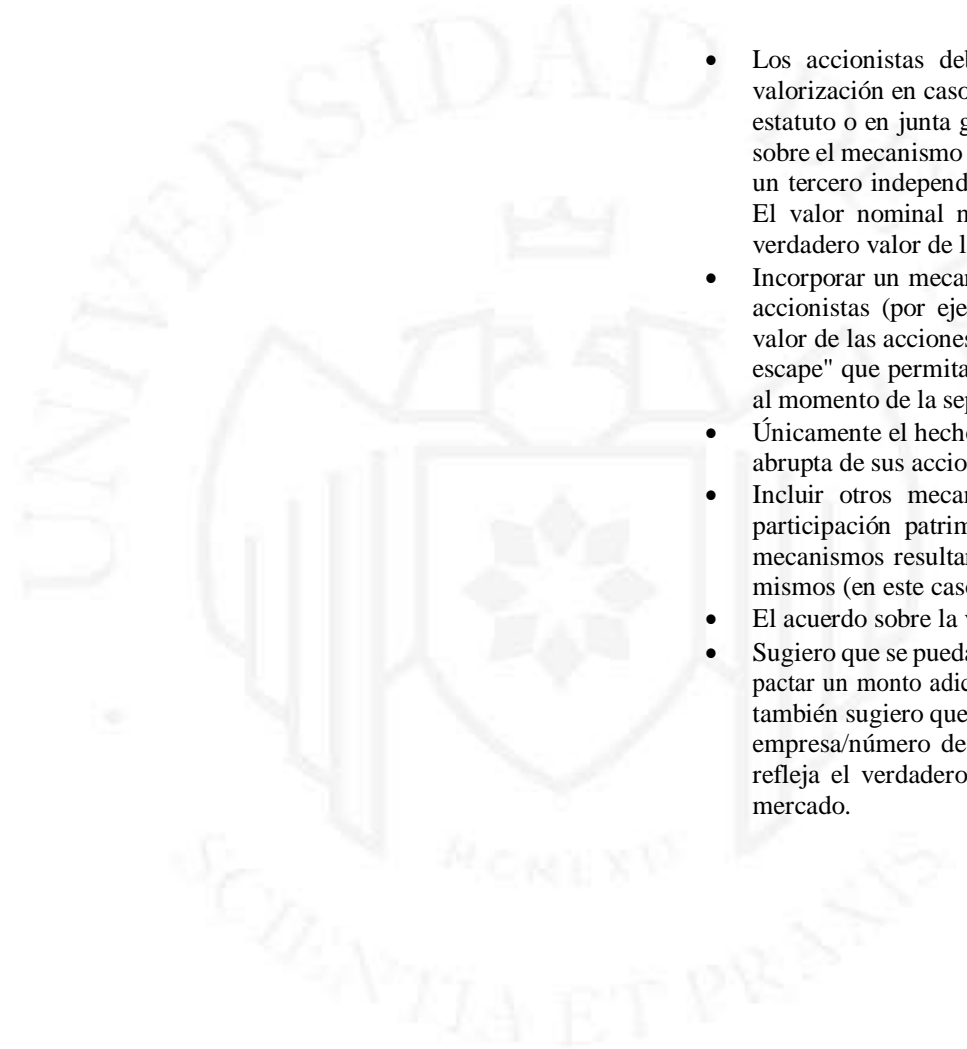


Por favor indicar qué modificaciones adicionales sugeriría a la redacción del artículo 200 de la LGS. ^e

- El tema central es lograr una liquidación de acciones que responda al valor real de las mismas.
- Daría mayor flexibilidad al proceso de fijación de precio para la compra de las acciones y, al mismo tiempo, en el caso de acciones bursátiles no vería solo la cotización, sino que pediría cotización vis a vis volumen de transacción.
- La Junta debería poder autorizar un valor de reembolso mayor al valor en libros, con cargo a reservas libres (similar a lo que ocurre en el caso de adquisición de acciones propias). Además, el accionista que se separa debería poder exigir que al menos se le reembolse el "valor de liquidación" de sus acciones (lo que obtendría si se liquidara la sociedad como consecuencia de que se terminó la *affectio societatis*).

(continúa)

(continuación)

- 
- Los accionistas deberían ser libres de pactar el mecanismo de valorización en caso se ejerza el derecho de separación, ya sea en el estatuto o en junta general de accionistas. En caso no haya acuerdo sobre el mecanismo de valorización, éste deberá ser determinado por un tercero independiente de reconocida experiencia en el mercado. El valor nominal no puede ser la solución ya que no refleja el verdadero valor de las acciones.
 - Incorporar un mecanismo que dé más libertad de negociación a los accionistas (por ejemplo, con límites menos rígidos en cuanto al valor de las acciones) y crear supuestos de excepción o "válvulas de escape" que permitan al accionista obtener el valor real de mercado al momento de la separación, y no un valor basado en data histórica.
 - Únicamente el hecho de entregarle un valor adicional por la pérdida abrupta de sus acciones.
 - Incluir otros mecanismos de valorización además del valor de participación patrimonial; ahora bien, habría que determinar qué mecanismos resultan más adecuados y los costos vinculados a los mismos (en este caso determinar quién los asume).
 - El acuerdo sobre la valorización de las acciones.
 - Sugiero que se pueda establecer que la sociedad y el accionista pueda pactar un monto adicional al que resulte de la valorización dada. Pero también sugiero que la valorización no sea según el patrimonio de la empresa/número de acciones, porque mediante este método no se refleja el verdadero valor de la acción, se debería tomar valor de mercado.

(continúa)

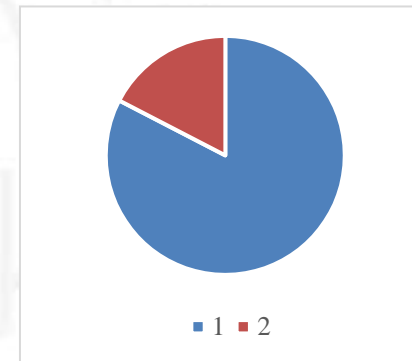
(continuación)

- El mecanismo de valoración de las acciones en caso de sociedades no listadas debería incluir un método o auditor dirimente que valore la empresa como una sociedad en marcha (usando métodos como el flujo de caja descontado) para darle un verdadero valor de mercado y no limitarse únicamente al valor patrimonial.
- Ante la falta de acuerdo del precio de las acciones, debería ser el valor de mercado de la acción. Ese también debería ser el límite.

¿Estaría de acuerdo con una propuesta de modificación del artículo 200 de la LGS, según la cual, ante la falta de acuerdo entre la sociedad y el accionista disidente, las acciones extrabursátiles sean valorizadas mediante una tasación realizada por un perito tasador?

(1) Sí: 82.6%

(2) No: 17.4%



Por favor, especificar motivo de la negativa. ^f

- Se presta a controversia alrededor de los criterios de valoración y le quita predictibilidad a la sociedad, pues no sabrá de antemano cuanto le tiene que pagar al accionista (podría terminar siendo mucho más oneroso de lo pensado).
- Creo que las partes deberían ser libres de pactar en los estatutos lo que estimen más conveniente. Exigir la intervención de peritos generaría costos de transacción.
- Al ser un mecanismo de protección, la valoración debe ser muy objetiva, la tasación puede incorporar elementos subjetivos; se crearía costos transaccionales muy altos, se generaría muchas expectativas por parte de los minoritarios cuando el objetivo de la norma no es premiarlos; no habría un criterio único para la tasación en casos de derecho de separación creándose poca predictibilidad.
- Más que tasación, debería ser valoración.

Nota. Elaboración propia. Datos recolectados desde febrero hasta abril del año 2020.

^a Hemos considerado dentro de esta respuesta, la acotación de un encuestado que respondió en dicho sentido, en la que precisa que “el valor en libros no necesariamente es el valor de mercado”. ^b Hemos realizado ajustes exclusivamente de forma (sintácticos y gramaticales) a las respuestas proporcionadas, sin alterar el sentido de estas. ^c Téngase presente que (i) las respuestas ascendentes a 8.3% equivalen a un solo encuestado; y (ii) hemos realizado ajustes exclusivamente de forma (sintácticos y gramaticales) a algunas de las respuestas proporcionadas, sin alterar el sentido de estas. ^d Dejamos constancia que, debido a un error material, la pregunta bajo comentario fue formulada en la encuesta como “¿Se encuentra de acuerdo con que el artículo 200 de la LGS no permita que el accionista disidente y la sociedad no puedan acordar un valor para el reembolso de las acciones, que sea superior al obtenido como consecuencia de la aplicación de los mecanismos de valoración referidos en dicho artículo?”. Sin perjuicio de lo indicado, consideramos que dicho *lapsus* no debería afectar la muestra obtenida, debido a que el sentido de la pregunta quedó explícito con el ejemplo inserto de manera posterior entre paréntesis. ^e Hemos realizado ajustes exclusivamente de forma (sintácticos y gramaticales) a las respuestas proporcionadas, sin alterar el sentido de estas. ^f Hemos realizado ajustes exclusivamente de forma (sintácticos y gramaticales) a las respuestas proporcionadas, sin alterar el sentido de estas.

Procederemos a resaltar y comentar algunos de los hallazgos que son, a opinión nuestra, los más resaltantes:

1. Menos de un tercio de los encuestados tuvo oportunidad de apreciar el ejercicio del derecho de separación, el cual –en todos los casos– se dio con respecto a acciones con cotización bursátil. Ello denotaría infrecuencia en el ejercicio del derecho de separación respecto de acciones extrabursátiles.
2. Todos los encuestados consideran necesaria la existencia del derecho de separación.
3. Existe una marcada división (prácticamente, una polarización), entre quienes identifican al derecho de separación orientado a favorecer a uno u otro de los centros de interés contrapuestos, derivados de la adopción de acuerdos societarios a nivel de la junta general de accionistas. Así, mientras un porcentaje equivalente a casi la mitad consideraría que su función tuitiva es mínima y favorecería, más bien, el interés de la sociedad y la mayoría (hipótesis 1); otro porcentaje de igual magnitud consideraría lo opuesto y opinaría que su función es de carácter tuitivo del interés del accionista (hipótesis 2).
4. Si bien la mayoría de encuestados considera que la configuración actual (recogida en el artículo 200 de la LGS) del derecho de separación es útil para los accionistas; la mayoría de quienes sostienen la opinión contraria considera que sus problemas se encuentran, principalmente, en el aspecto de la valorización de las acciones recedidas.
5. Una gran mayoría de los encuestados considera que el derecho de separación debe tutelar, inclusive, a los accionistas titulares de acciones que puedan ser libremente transferibles (debido a la inexistencia de limitaciones legales o estatutarias para su transmisión, o la inaplicación de aquellas ante el ejercicio del derecho de separación).
6. La opinión de los encuestados se encuentra dividida con respecto al mecanismo de valorización de acciones extrabursátiles recogido en el artículo 200 de la LGS (valor en libros). La mayoría de quienes no están de acuerdo con dicho mecanismo considera que el valor debería calcularse con relación

al mercado de dichas acciones (por ejemplo, mediante la aplicación de una valorización de flujos futuros descontados).

7. Una gran mayoría de los encuestados considera que no debería existir limitación legal para que la sociedad y el accionista disidente acuerden el valor aplicable al reembolso de las acciones recedidas.
8. Un porcentaje equivalente a casi la mitad de los encuestados sugiere modificar el artículo 200 de la LGS. De aquellos, más de la mitad sugiere implementar algún mecanismo de valoración de acciones que refleje un valor de mercado.
9. Una gran mayoría de los encuestados está de acuerdo con la hipótesis del presente trabajo (esto es, que, ante la falta de acuerdo entre la sociedad y el accionista disidente, el valor de reembolso de las acciones extrabursátiles, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, sea determinado mediante una tasación realizada por un perito tasador) como propuesta de modificación del artículo 200 de la LGS. Con respecto a quienes no están de acuerdo, prácticamente todos indican que un ejercicio de valoración llevado a cabo por un perito tasador resultaría oneroso.
10. El hecho de que el derecho de separación no se ejerza con respecto de acciones extrabursátiles, y que profesionales en la materia denoten inconsistencias con relación al mecanismo de valoración en general, confirmaría la existencia de un nexo causal entre inadecuada regulación y un aparente fracaso del instituto con relación a la tutela que debe brindar a titulares de acciones extrabursátiles.

3.4 ¿Cuál es la finalidad del reembolso al accionista derivado del ejercicio de su derecho de separación?

En todo el transcurso del presente trabajo, hemos podido analizar diversas cuestiones relacionadas con el derecho de separación, tanto en términos conceptuales y doctrinarios como aterrizadas a la regulación contenida en el artículo 200 de la LGS.

De esta manera, conocemos que el derecho de separación es un derecho individual de los accionistas, inderogable, irrenunciable y de contenido económico-patrimonial. Asimismo, que podrá ser ejercido ante la ocurrencia de determinadas situaciones, las

cuales son –como regla general– acuerdos adoptados por la junta general de accionistas con el potencial de modificar aspectos estructurales de la sociedad a la cual el accionista pertenece.

Como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, el accionista perderá dicha calidad, pero adquirirá el puesto de acreedor de la sociedad, toda vez que, por la transferencia de sus acciones a la sociedad, esta última quedará obligada a pagarle el valor de aquellas. Tales consecuencias coinciden con los aspectos que hemos determinado como las funciones del derecho de separación: (i) protección del accionista ante cambios estructurales de la sociedad, adoptados por la mayoría accionaria; y (ii) la generación de un mercado “legal” y de liquidez para las acciones recedidas.

Por otro lado, hemos determinado la existencia de un sistema dual de valorización de acciones ante el ejercicio del derecho de separación, según aquellas coticen o no en Bolsa. De esa forma, serán valorizadas conforme a criterios de mercado (en el supuesto de que sean bursátiles) o a criterios contables (en el supuesto de que sean extrabursátiles).

El objeto de investigación de esta tesis estriba en el problema de la valoración de las acciones extrabursátiles, el cual –no nos queda duda– resulta ser bastante polémico entre especialistas en la materia, a la luz de los resultados obtenidos y expuestos en la sección 3.3 precedente.

Hasta este punto, hemos delineado distintas cuestiones vinculadas al derecho de separación presentes en la normativa, en la doctrina y en la práctica. Sin embargo, antes de poder abarcar otras materias vinculadas con el objeto general de nuestro trabajo, resulta necesario definir la finalidad del reembolso que la sociedad realiza al accionista como consecuencia del ejercicio de su derecho de separación. En otras palabras, debemos contestar a las preguntas siguientes: ¿a santo de qué se efectúa el reembolso de las acciones? ¿qué se busca conseguir con su pago?

Un primer intento de respuesta a las preguntas vendría de una apreciación lógica: el reembolso se debe en virtud de la entrega de las acciones. Dicho de otra forma, cuando las acciones del accionista disidente son transferidas a la sociedad, el primero se constituye en acreedor de esta última, pues en mérito del ejercicio del derecho de separación no ha renunciado ni ha donado sus acciones, sino que se las ha transferido a cambio de una prestación: el reembolso de las acciones.

Dicho primer intento de respuesta resulta lógico, pero aborda un nivel exterior de la materia. Nos explicamos: el derecho de separación es ejercido por el accionista a fin de obtener cierta tutela que se expresa de las dos maneras que hemos descrito anteriormente: (i) lo protege ante la implementación de cambios estructurales de la sociedad, adoptados por la mayoría accionaria; y (ii) le genera un mercado (legal, diría Farrando) para sus acciones y le confiere liquidez por las mismas. De esta manera, la salida del accionista de la sociedad se produce porque este busca una protección del ordenamiento jurídico de carácter económico, que se materializará con el reembolso de las acciones recedidas. Por tanto, es evidente que la sociedad, bajo una lógica aplicable de Derecho privado, debe realizar una erogación dineraria a favor del accionista como una suerte de “contraprestación”, la cual es el reembolso que venimos comentando.

Sin embargo, hay un siguiente nivel de profundidad al cual debemos alcanzar para describir con claridad cuál es la finalidad del reembolso en el marco del ejercicio del derecho de separación. Una primera pista nos la da el propio término “reembolso”, cuya definición indicamos en la sección 2.2.2.1 precedente y reiteramos: según la Real Academia Española (s. f.), el acto de reembolsar es definido como “volver una cantidad a poder de quien la había desembolsado”. ¿Cómo es utilizado dicho término en la LGS?

El término “reembolsar” y sus derivaciones son empleados en distintos contextos a lo largo de la LGS. Sin embargo, en el contexto relativo al reembolso de acciones, es utilizado, además de en el artículo 200 de la ley, en los siguientes otros: (i) artículo 97 (dividendo preferencial para acciones sin derecho a voto); y (ii) artículo 104 (generación de autocartera de acciones).

En el primer caso, el tercer párrafo del artículo 97 de la LGS establece lo siguiente:

En caso de liquidación de la sociedad, las acciones sin derecho a voto confieren a su titular el derecho a obtener el reembolso del valor nominal de sus acciones, descontando los correspondientes dividendos pasivos, antes de que se pague el valor nominal de las demás acciones.

En ese contexto, el término “reembolso” hace expresa referencia al valor nominal. Recordemos que dicho valor es aquella cifra que, multiplicada por todas las acciones que se emiten, coincide con el valor total de los aportes y, por ende, con la cifra total del capital social (Elías, 2015a, p. 303). Así, dado el caso de la constitución de una sociedad

con aportes equivalentes a S/ 1,000.00, si el valor nominal de la acción es fijado en S/ 1.00, resultará como consecuencia que la sociedad emitirá a los accionistas fundadores 1,000 acciones.

Con respecto al segundo caso, distinto al artículo 200, en el que la LGS emplea el término “reembolso”, citamos el tercer párrafo del artículo 104 de dicha ley:

La sociedad puede adquirir sus propias acciones para amortizarlas sin reducir el capital y sin reembolso del valor nominal al accionista, entregándole a cambio títulos de participación que otorgan derecho de percibir, por el plazo que se establezca, un porcentaje de las utilidades distribuibles de la sociedad. Estos títulos son nominativos y transferibles.

Nuevamente, la ley vincula el término “reembolso” al valor nominal de las acciones. De esta manera y bajo la lógica de la LGS, el reembolso de las acciones equivaldrá prácticamente a devolverle al accionista el aporte efectuado³².

Dicho esto ¿cómo podemos entender que el artículo 200 de la LGS haga referencia al reembolso de las acciones, sin que este sea calculado sobre la base del valor nominal? Consideramos que hay una forma de dar respuesta a dicha pregunta que, a la vez, contribuirá a descubrir la finalidad del reembolso en el marco del ejercicio del derecho de separación.

En primer lugar, debemos resaltar que las acciones son emitidas por la sociedad en el marco de su fundación o el aumento de su capital. Tales acciones representan el aporte del accionista para con el capital social, por lo que en términos sencillos podemos afirmar que, en cualquiera de ambos contextos, si un accionista realiza un aporte valorizado, por ejemplo, en S/ 500.00, se le emitirán acciones por dicha suma. Dicha equivalencia entre el valor del aporte y el valor nominal de las acciones emitidas a favor del accionista aportante encontrará su excepción en dos distintas modalidades de suscripción de acciones: sobre la par (mediante la realización de un aporte cuyo valor

³² Sin perjuicio de la existencia de otras mecánicas de devolución de aportes, como la reducción de capital, en cuyo caso –según el artículo 216 de la LGS– pueden amortizarse las acciones mediante la entrega a sus titulares (i) del valor nominal amortizado, o (ii) del importe correspondiente a su participación en el patrimonio neto de la sociedad. Tales mecánicas no han sido consignadas como ejemplo debido a que no emplean explícitamente el término “reembolso”.

resulte superior al valor nominal de las acciones a emitirse a favor del aportante) y bajo la par (mediante la realización de un aporte cuyo valor resulte inferior al valor nominal de las acciones a emitirse a favor del aportante).

Sin perjuicio de las excepciones que pudiese haber, es claro que existe una equivalencia (aunque sea en términos nominales) entre el valor del aporte efectuado por el accionista y el valor de las acciones emitidas por la sociedad. Teniendo ello en mente, resulta lógico afirmar que sea en mérito al reembolso de las acciones, bajo los criterios de la LGS, que la sociedad deba devolver el aporte efectuado por el accionista, o por lo menos una suma equivalente al mismo.

En el contexto del ejercicio del derecho de separación, el accionista que se retira de la sociedad es, en primer término, titular de acciones emitidas por esta última. Es decir: si bien el accionista actual puede no haber participado de la fundación de la sociedad o del aumento de su capital por medio de la realización de aportes, ha ocupado la posición de un accionista que, en su momento, sí participó de alguno de esos actos y sí realizó un aporte. En ese sentido, por más que las acciones hayan podido resultar transferidas entre distintas personas, el vínculo entre el aporte realizado y las acciones emitidas no ha sido eliminado, sino que se mantiene.

Ahora bien, por medio del ejercicio del derecho de separación, por un lado, las acciones recedidas del accionista disidente, las cuales son materia de transferencia a favor de la sociedad que las emitió, están siendo literalmente devueltas. Como consecuencia de ello, por otro lado, la sociedad debe reintegrarle al accionista disidente un monto equivalente a los aportes que se encuentran representados por las acciones recedidas. Lo que habría ocurrido en ambos casos, por imperio de la ley, sería un acto de devolución: el accionista devuelve las acciones emitidas por la sociedad, y esta última le restituye al accionista el valor de aquellas. Ello explicaría, a su vez, por qué el artículo 200 de la LGS utiliza el término “reembolso” con relación al pago que efectúa por las acciones. De esa manera, podemos afirmar que el reembolso tiene una función restitutoria del valor de las acciones.

Sigamos con nuestra explicación. Ya hemos indicado que el concepto de reembolso³³ que maneja la LGS con relación a las acciones, y que se ve fortalecido en mérito de la explicación indicada, está referido al valor nominal de estas, el cual guarda relación con el valor de los aportes. Ello, no obstante, no explica por qué se emplean mecanismos de valoración distintos al valor nominal para calcular el monto del reembolso que deberá entregar la sociedad al accionista que se separa.

En ese caso, debe tenerse presente una finalidad fundamental de las sociedades: la finalidad lucrativa. Como hemos indicado, las sociedades se constituyen para llevar a cabo empresas y negocios, mientras los aportes funcionan como aquella base que solidifica la situación patrimonial de la sociedad y permite que tales empresas y negocios puedan llevarse adelante y generar utilidades. Sin aportes efectuados a la sociedad, esta última sencillamente no podría participar del mercado, al no tener nada que ofrecer ni medios para sufragar sus costos o gastos.

La romántica explicación que hemos hecho tiene un propósito: dejar en claro que los aportes constituyen piedras angulares sobre las cuales se construye el porvenir de la sociedad. El buen desarrollo de los negocios y de las empresas tiene como indefectible consecuencia que el valor de aquellos aumente. De esa forma, el aporte cumplió su finalidad y generó que los negocios de la sociedad valgan más.

En el contexto del derecho de separación, los accionistas que optan por retirarse de la sociedad lo hacen después de que la marcha de esta haya iniciado. El aporte que en algún momento realizaron generó que, en el transcurso de esa marcha, se hayan producido resultados (que podrán ser ganancias o pérdidas). En cualquier caso, no resulta razonable que, habiéndose producido el desarrollo de las actividades sociales, las acciones mantengan un valor inerte. La realidad económica niega esta posibilidad: si una sociedad ha realizado actividades exitosas, es razonable que sus acciones sean más demandadas y se pague más por ellas que si ha ocurrido lo contrario³⁴.

³³ Dejamos constancia que hacemos referencia específicamente al concepto de “reembolso” como una de las formas de devolución de aportes que prevé la LGS.

³⁴ Dejando a salvo la aplicación de criterios financieros tales como los descuentos (por iliquidez o por minoría) a la valorización de acciones.

Por ello, resta claro que la finalidad del reembolso en el marco del derecho de separación no será únicamente restitutoria, sino que el valor de restitución deberá ser actualizado en proporción al desarrollo de las actividades sociales. En consecuencia, tenemos que la finalidad del reembolso será la de otorgar tutela patrimonial al accionista mediante la restitución de sus aportes a valor actualizado: se devuelve un monto equivalente al valor de los aportes que representen las acciones, ajustado según el desempeño económico de la sociedad a la fecha del ejercicio del derecho de separación.

Ahora bien ¿cómo definir qué método de actualización o ajuste del valor resultará aplicable? Consideramos que esa es una pregunta que el Derecho no puede responder por sí solo, al escapar la respuesta de su área de estudio. Para ello, debemos consultar lo que indiquen las ciencias económicas, contables y financieras, tema que desarrollaremos a continuación en el capítulo IV.

3.5 Conclusiones del capítulo III

1. En el caso del ordenamiento jurídico peruano, el derecho de separación regulado en el artículo 200 de la LGS persigue dos finalidades, que se materializan mediante su ejercicio: (i) la protección del accionista ante cambios estructurales de la sociedad, adoptados por la mayoría accionaria; y (ii) la generación de un mercado y de liquidez para las acciones recedidas.
2. El régimen de valoración de acciones en el Perú, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, es mixto, aplicándose de esta forma una valoración de mercado (en caso de acciones bursátiles) y contable o patrimonial (en caso de acciones extrabursátiles).
3. En la praxis legal peruana, el derecho de separación es ejercido de manera infrecuente con respecto a acciones extrabursátiles, y ello encontraría su origen en la inadecuada regulación respecto al procedimiento de valorización de dicho tipo de acciones.
4. La finalidad del reembolso producido como consecuencia del ejercicio del derecho de separación es la de otorgar tutela patrimonial al accionista mediante la restitución de sus aportes a valor actualizado: se devuelve al

accionista el valor de su aporte, actualizado según el desarrollo de los negocios de la sociedad a la fecha del ejercicio del derecho de separación.



CAPÍTULO IV: LA VALORIZACIÓN DE ACCIONES

4.1 Una breve introducción a las acciones como concepto

Hemos indicado en el capítulo I que, para efectos del presente trabajo, nos enfocaremos en estudiar las acciones emitidas por sociedades anónimas reguladas en el ordenamiento jurídico peruano, quedando excluidos otros títulos de participación en el capital como son las participaciones sociales. En tal sentido, resulta necesario realizar una breve introducción al concepto general de las acciones en el Derecho Societario peruano, para lo cual nos valdremos de la triple acepción expuesta por la doctrina, –según Hundskopf (2011) – de forma “casi unánime”: la acción (i) como representante de una parte alícuota del capital social; (ii) como concedente de la calidad de accionista; y (iii) como título valor (pp. 143-144).

1. La acción como representante de una parte alícuota del capital social: el capital social de las sociedades anónimas se encuentra dividido en acciones que, según el artículo 82 de la LGS, representan partes alícuotas del capital y tienen un mismo valor nominal. Esto no debe llevar a afirmar que, jurídicamente, los accionistas sean propietarios de una parte de la sociedad ni de sus activos: ellos son únicamente propietarios de sus acciones, las cuales constituyen títulos que representarán una participación proporcional en el capital social y les otorgarán una serie de derechos.
2. La acción como concedente de la calidad de accionista: las acciones otorgan la calidad de accionista a sus tenedores, con los derechos económicos y políticos conferidos *ex lege* en el artículo 95 de la LGS. En tal sentido, los accionistas cuentan con distintos derechos, tales como (i) la participación en el reparto de las utilidades generadas por la sociedad a manera de dividendos; (ii) la participación en las juntas de accionistas con voz y voto; y (iii) el derecho de separación; sin que la relación de derechos descrita resulte enumerativa sino meramente enunciativa.

3. La acción como título valor: ya hemos indicado que, conforme al artículo 257.1 de la Ley de Títulos Valores, las acciones son –en nuestro ordenamiento jurídico– valores mobiliarios nominativos. En ese sentido, como valores mobiliarios que son, están destinados a circular en el mercado, pero siempre bajo la titularidad de una persona determinada, toda vez que su condición de títulos nominativos no permite la existencia de acciones al portador (es decir, cuya titularidad recaiga en quien las posea).

Desde un punto de vista financiero, las acciones son, como hemos indicado, instrumentos de renta variable cuyo objeto es conceder a su titular un retorno por la inversión realizada. El riesgo vinculado a tal inversión en acciones superará al riesgo que puedan enfrentar inversionistas en deuda, toda vez que mientras los últimos recibirán una renta fija (devolución del capital más intereses), los primeros recibirán una renta variable (dividendos). Esto último se encuentra vinculado con las tesis de maximización de la riqueza y minimización del riesgo, y al término de “acreedores marginales” que explicamos en la sección 2.6.1: las utilidades de la sociedad dependen de toda una serie de factores endógenos y exógenos que afectarán sus negocios. En ese sentido (i) las utilidades que pueden generarse no son fijas, sino que dependerán del resultado de los negocios y de la maximización de las ganancias con respecto a los costos y los gastos; y (ii) los dividendos que pueden repartirse a los accionistas no solo dependerán de la existencia de utilidades, sino también del acuerdo de la junta general de accionistas en repartirlos (salvo que se ejerza el derecho contenido en el artículo 231 de la LGS). De ahí que las acciones sean instrumentos de renta variable.

Entonces, en términos sencillos vemos que la adquisición de acciones conllevará el otorgamiento al titular de estas de todo un plexo de derechos, lo que a su vez encuentra en el riesgo inherente a aquellas su contrapartida.

En este punto cabe hacer la salvedad de que, si bien la literatura financiera prefiere utilizar el término “empresa” para denotar a las organizaciones empresariales (que pueden estar constituidas bajo distintas figuras legalmente concebidas), debemos distinguir entre dicha palabra y el concepto de sociedad. De esta manera, mientras que la empresa será entendida comúnmente como la combinación de capital y trabajo destinada a la realización de una actividad comercial, la sociedad es un tipo de persona jurídica con

finalidad lucrativa que, en su calidad de sujeto de Derecho, será titular de la empresa. Por otro lado, las acciones son representativas del capital de la sociedad, no de la empresa.

Pues bien, toda la lógica jurídica subyacente a las acciones encuentra su justificación en la economía y las finanzas. De esta forma, se explica por un lado cómo las acciones son instrumentos que se negocian diariamente en Bolsas de valores por considerables montos dinerarios. De otro lado, las operaciones más sofisticadas concernientes con su transferencia entre agentes del mercado involucrarán, comúnmente, a asesores financieros y legales, quienes se encargarán de las materias de su *expertise*, a efectos de determinar los beneficios esperados de la operación y minimizar riesgos vinculados.

Todo ello refuerza la idea del valor económico de las acciones. Las acciones tienen un valor en el mercado, y los agentes económicos están dispuestos a comprarlas y venderlas según sus intereses.

Hemos visto en distintas secciones a lo largo del presente trabajo que, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, la sociedad reembolsará al accionista disidente el valor de sus acciones. En ese sentido, como comentamos en la sección 3.2 anterior, la legislación incluye una solución al problema del referido valor, puesto que resulta lógico pensar que el accionista disidente y la sociedad podrían no arribar a un mutuo acuerdo sobre dicha cuestión.

En ese contexto, veremos a continuación algunas ideas vinculadas al concepto de “valor” y cómo este se encuentra con relación a las acciones.

4.2 El concepto subjetivo de valor

Los bienes respecto de los cuales podemos ejercer un derecho de propiedad son susceptibles de valorización. En el marco de un intercambio económico, las partes pueden apreciar de distintas maneras los bienes que tienen en su poder y que formarán parte del intercambio en cuestión, de la manera que describimos en la sección 2.1.2.2: de esta forma, el intercambio se realizará cuando una parte aprecie más el bien de su contraparte que aquel que esta posea. Así, puede afirmarse en términos teóricos que en el marco de un contrato de compraventa (contrato de intercambio por excelencia), el interés de la parte compradora quedará satisfecho cuando adquiera el bien objeto de adquisición, el

cual valorará más que el dinero que paga al vendedor; mientras tanto, este último valorará más el dinero que recibe que el bien que ha puesto en venta.

En ese sentido, un comentario general sobre el valor que nos parece importante resaltar es el de Menger (2007), quien afirma que el valor no es inherente a las cosas, sino que representa la importancia que les atribuimos a estas en la satisfacción de nuestras necesidades (p. 116). Por supuesto, reconocemos que hoy en día las necesidades a ser satisfechas constituyen uno de los varios aspectos que pueden contribuir en el cálculo del valor de las cosas, existiendo otros que pueden modificarlo (como el coste de oportunidad o los costos de transacción inherentes a la transferencia del bien, por ejemplo).

Sin embargo, lo que nos parece que debe quedar claro, según informa la teoría económica, es que no hay una conexión directa y necesaria entre el valor de un bien y las cantidades de trabajo y de otros bienes de orden superior que se aplicaron en su producción (Menger, 2007, p. 146); sino que el valor vendrá fijado por cuánto aprecia cada persona el bien en cuestión. Como el valor de las cosas no será homogéneo, sino que variará de persona en persona, podemos afirmar que dicho concepto es enteramente subjetivo.

Por otro lado, como bien afirma Fernández (2017), el valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa (p. 2). Entonces, vemos que ambos conceptos (valor y precio) no deben ser necesariamente coincidentes.

Por supuesto, la subjetividad del concepto de valor forma parte de una discusión económica y filosófica de la cual no tenemos intención de participar en este trabajo. Por ello, nos decantaremos por la propuesta teórica que defiende dicha subjetividad. Establecida tal base en nuestro análisis, pasaremos a comentar lo concerniente al valor de la acción.

Antes que nada, debe tenerse presente que, en el marco de la subjetividad del valor, existen elementos objetivos que pueden coadyuvar a definirlo. En materia empresarial ello es conceptualmente viable, toda vez que las empresas cuentan con información apreciable en términos monetarios. Así, entra a tallar la contabilidad, la cual según Nobles et al. (2017) es definida como “el sistema de información que mide las

actividades de una empresa, presenta la información en reportes y comunica los resultados a quienes toman decisiones” (p. 4).

Entonces, si bien podemos considerar en términos generales al concepto de valor como uno subjetivo, vemos que en el caso particular de las empresas se cuenta con información de orden interno, la cual de la mano con datos macroeconómicos permite que profesionales especializados puedan aproximarse a definir el valor de una empresa.

En ese contexto, y considerando que las acciones constituyen partes representativas del capital de la sociedad (como vimos en la sección 4.1 precedente), el valor de una acción en particular será directamente proporcional al valor de la sociedad que la emitió³⁵. Así, podemos afirmar que el valor de las acciones no es intrínseco, sino que encuentra correlación con el valor de la sociedad que representan.

Las acciones son, cada una, bienes individuales sobre los cuales pueden ejercerse derechos reales tales como la propiedad o el usufructo, al igual que sobre otras categorías de bienes individualmente considerados. Sin embargo, el valor de la acción será directamente proporcional al valor de la sociedad que las emitió, con lo cual no pueden ser individual y aisladamente apreciadas, sino mediante la valoración de aquello que representan.

Debe quedar en claro que las ciencias financieras han ideado diversos mecanismos y formas de hallar el valor de una sociedad, aunque todos constituyan aproximaciones. Por ello Farrando (1998) afirma que el valor de una sociedad no es un hecho sino un juicio, por lo que su valoración no puede llegar nunca a ser una ciencia exacta (p. 162). En virtud de ello recogemos una frase de Carney que, consideramos, representa de manera precisa la aproximación que debe tenerse con relación al ejercicio de valoración: “valuation is an art rather than a science” [la valorización es un arte antes que una ciencia] (como se citó en Caballero y Lavín, 2018, p. 229).

Tal dificultad queda inclusive acentuada según lo que nos comenta Schill (2013), quien afirma que en atención a que el futuro de cualquier empresa es incierto, las

³⁵ Sin perjuicio de los ajustes que en un cálculo financiero puedan entrar a tallar, como los descuentos por minoría o por iliquidez.

valuaciones de negocios son raramente idénticas entre analistas. Es más, debido a la complicada naturaleza de aquella tarea, los métodos aplicables varían (p. 1).

Hasta este punto, podemos afirmar que no existe valorización “perfecta” de las acciones. Sin embargo, al corresponder las acciones a un contexto complejo y técnico, es que la ciencia financiera ha ideado mecanismos que pueden brindar una aproximación a lo que constituye el valor de las sociedades y, consecuentemente, de las acciones que las representan.

Recordemos que forma parte del objeto de estudio de la presente investigación el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles en el marco del derecho de separación, el cual conforme al artículo 200 de la LGS corresponde al denominado “valor en libros”. En las secciones restantes de este capítulo, veremos si la solución legislativa adoptada para enfrentarnos al problema de la valoración de las acciones recedidas, en el marco del ejercicio del derecho de separación, constituye un acercamiento idóneo al valor de las acciones desde un punto de vista técnico.

4.3 El valor en libros o patrimonial

4.3.1 El estado de situación financiera y la contabilidad

La ciencia contable engloba una serie de conocimientos y prácticas puestos a disposición de la actividad empresarial, toda vez que es gracias a ella que los agentes en el mercado pueden tomar decisiones. Con relación a una empresa en particular, la información contable debidamente ordenada ayudará a personas vinculadas y a partes ajenas; permitiendo –por ejemplo– que por un lado la administración evalúe objetivos y plantee metas, mientras que, de otro lado, inversionistas externos puedan analizar y decidir si realizar una inversión o no en la empresa en cuestión.

Como indicamos, la contabilidad presenta información recopilada y medida de las actividades de la empresa mediante la formulación de reportes, entre los que encontramos a los estados financieros. Dentro de esta categoría, podemos ubicar al estado de situación financiera, que será para la sociedad una “fotografía instantánea” (Nobles et al., 2017, p.

20) de su situación, y esto es así porque presentará la información contable existente a determinada fecha de corte.

El estado de situación financiera se caracteriza por sistematizar la información contable en varias cuentas, ordenadas según la naturaleza de estas, y por sistematizar el orden de aquellas en tres grandes secciones: activo, pasivo y patrimonio neto. Por un lado, el activo englobará todas aquellas cuentas que contabilizan los recursos a los que la sociedad tiene derecho. Por otro lado, estarán el pasivo y el patrimonio neto, que representarán de manera conjunta las fuentes de financiamiento de la empresa, ordenadas según de donde provengan: en el pasivo, se encontrarán representadas las fuentes de financiación externa, recogidas en todas aquellas cuentas que denoten obligaciones de la sociedad con terceras personas; mientras tanto, en el patrimonio estarán representadas las fuentes de financiación interna, recogidas en todas aquellas cuentas que denoten los recursos a los que tienen derecho los accionistas. En tal sentido, estas tres secciones estarán relacionadas matemáticamente por medio de la denominada ecuación contable: *activos = pasivos + patrimonio neto*.

4.3.2 El valor en libros o patrimonial y su relación con el valor de las acciones

Como hemos indicado, el artículo 200 de la LGS dispone que, para la valorización de acciones extrabursátiles, el método de valuación aplicable sea el valor en libros, el cual se obtiene dividiendo el patrimonio neto entre el número de acciones emitidas por la sociedad. Para arribar al patrimonio neto, debe aplicarse la ecuación contable indicada en la sección anterior, de manera tal que el patrimonio neto será igual a la resta de los activos menos los pasivos.

En palabras de Elías (2015a), la intención de la ley al establecer el valor patrimonial como método de valuación es indubitable: se trata de una valorización sencilla que consiste en dividir la sumatoria de las cuentas que integran el patrimonio neto (capital social, reservas, utilidades acumuladas, primas suplementarias, excedentes de revaluación, etc.) entre el número total de acciones, constituyendo así una valorización sobre valores contables y tangibles, sin revalorizaciones ni cómputo de valores intangibles (p. 696).

Sobre el particular, Hundskopf (2010) se muestra a favor del valor patrimonial, al considerarlo un valor real que no admite cuestionamiento alguno, pudiendo ser en la práctica mayor o menor que el valor de cotización, pero en definitiva más técnico y justo (p. 266). Sin embargo ¿podemos considerar al valor patrimonial como uno “real” o “técnico”?

La opinión especializada señala lo contrario. Para empezar, Fernández (2017) indica, con relación a los métodos basados en el estado de situación financiera, que estos pretenden determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio, y consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también afectan al valor y que no se ven reflejados en los estados contables (p. 3).

Y continúa, señalando que el problema del valor patrimonial radica en su propia definición: la contabilidad relata una versión de la historia de la empresa (considerando, además, que los criterios contables están sujetos a mucha subjetividad), mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas. Por ello, prácticamente nunca el valor contable coincidirá con el valor “de mercado” (Fernández, 2017, p. 3).

Por otro lado, Schill (2013) coincide en que el valor en libros dependerá de las prácticas contables utilizadas, y añade que, debido a su visión retrospectiva, ignora los prospectos operativos de la empresa, sean positivos o negativos. En todo caso, tal método de valorización será apropiado para empresas con activos de tipo “*commodity*”, operaciones estables y sin activos intangibles (p. 2).

Ross et al. (2012) señalan que el valor en libros no destaca un “valor”, sino más bien una cifra contable basada en el costo. El estado de situación financiera de la sociedad no da a conocer su valor de mercado, pues muchos de sus recursos (buena administración, propiedad intelectual, existencia de condiciones económicas favorables, etc.) no figuran en dicho estado financiero (pp. 22-23).

Caballero y Lavín (2018), por su parte, destacan que, metodológicamente, la contabilidad y el valor económico de una empresa son distintos, con lo cual resulta previsible que arrojen resultados diversos. Tales autores indican que la contabilidad constituye una valoración estática, fundada en el registro de hechos pasados, que no

incorpora las estimaciones de flujos futuros. Añaden que el valor contable no captura la capacidad de una empresa de crear valor, entre otros factores, al no reflejar ciertos activos intangibles (p. 224). Téngase en cuenta que los activos intangibles son una categoría de activos inmateriales a largo plazo, valorables por los derechos especiales que conllevan, tales como patentes, derechos de autor y marcas comerciales (Nobles et al., 2017, p. 211).

Ahora bien, debe tenerse presente que la contabilidad podría en algunos casos no resultar tan histórica y anacrónica como es descrita, en función a la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (“NIIF”, o IFRS por sus siglas en inglés). Estas son un conjunto de normas contables bajo estándares internacionales, formuladas por el IASB (*International Accounting Standards Board*), que han sido adoptadas de manera significativa a nivel mundial (Díaz, 2010, p. 9). Las NIIF, en particular la NIIF 13, permiten aplicar el concepto de “valor razonable”, el cual es el precio que se recibiría por vender un activo o que se pagaría por transferir un pasivo en la fecha de medición bajo condiciones actuales de mercado, constituyendo así una medición basada en el mercado (EY Perú, 2017, p. 53). De esta manera, pareciera que, con la aplicación de las NIIF en la preparación de estados financieros, podría conseguirse que la contabilidad no termine siendo información exclusivamente del pasado.

Es más, téngase en consideración que las NIIF deberían resultar de aplicación en la preparación de estados financieros de empresas reguladas bajo la LGS, toda vez que el artículo 223 de esta última dispone que los estados financieros sean preparados y presentados conforme a los principios de contabilidad generalmente aceptados en el país. Tales principios son, según la Resolución del Consejo Normativo de Contabilidad n.º 013-98-EF/93.01 (1998), las Normas Internacionales de Contabilidad (NICs), las cuales disponen que la preparación y presentación de estados financieros deba hacerse conforme a las NIIF.

Sin embargo, de la norma a la realidad existe una abismal diferencia. En una investigación conducida por Díaz (2010), orientada a estudiar el estado actual de los procedimientos y normas utilizados en la preparación y presentación de los estados financieros individuales por las empresas peruanas en Perú no sujetas a la supervisión de la entonces Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (hoy Superintendencia del Mercado de Valores), dicho autor arribó a algunas conclusiones interesantes: básicamente, que un alto porcentaje de empresas no presentaba información

financiera completa, sin incluir notas a los estados financieros, aplicando disposiciones tributarias de manera preponderante para la preparación de dicha información antes que las NIIF, con lo cual –afirmó– no existe una aplicación apropiada de las NIIF en la mayoría de empresas peruanas (pp. 21-22). Si bien la investigación bajo comentario tiene a la fecha una antigüedad de diez años, nos sirve para marcar una pauta: la inaplicación de las NIIF no permite que la contabilidad pierda el carácter estático y anacrónico que los especialistas le confieren.

Ahora bien, téngase en cuenta que dicha propuesta no está exenta de críticas. Caballero y Lavín (2018) destacan que la aplicación de las NIIF no necesariamente reflejará el valor de las opciones reales implícitas en los activos y pasivos de la empresa, así como tampoco sus oportunidades de crecimiento futuro, ni el retorno proyectado de las nuevas inversiones de capital. A tales críticas, suman la potencial manipulación de la contabilidad y, por consiguiente, del valor en libros (pp. 224-225).

Todo ello indica que, como bien han referido los autores señalados, el valor patrimonial no resulta útil ni técnico para valorizar acciones, lo cual terminaría afectando la capacidad del derecho de separación como instrumento de tutela y derecho individual del accionista. Inclusive, Velasco (1976) señaló en su momento³⁶ que las sociedades que cotizan en bolsa, así como las que no, suelen ofrecer unos estados de situación financiera con valores muy separados de los reales o de mercado, lo que contribuye a que la parte del haber social que recibe el accionista disidente sea, muchas veces, algo de valor muy inferior al verdadero, lo que a la postre –en palabras del autor– no favorecía la vida del derecho de separación (pp. 7-8). Téngase presente que la ley comentada por Velasco (Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas de España) disponía en aquel entonces que el reembolso al accionista disidente se realice sobre la parte que le corresponda en el patrimonio social, según balance cerrado el día anterior al de la fecha del acuerdo (es decir, valor patrimonial).

Caballero y Lavín (2018) formulan una crítica adicional: el valor en libros puede dar lugar a lo que ellos denominan como “comportamientos estratégicos”, toda vez que

³⁶ A pesar de la antigüedad del comentario de Velasco, nos resulta ilustrativo que críticas similares a las esbozadas hoy en día contra el valor patrimonial como mecanismo de valorización de acciones hayan sido sostenidas en aquel entonces.

la mayoría accionaria puede deliberadamente tomar *ex ante* decisiones en contra de los accionistas minoritarios, si estima que el ejercicio del derecho de separación no es para aquellos una alternativa económicamente viable, dada la forma de cálculo del valor de reembolso; mientras que la minoría accionaria puede oponerse a una decisión (a pesar de estar de acuerdo con ella), solo para ejercer su derecho de separación, en consideración a un valor de reembolso superior al valor económico de las acciones (pp. 220-221).

Ante tales críticas, y en vista de que –en términos técnicos– el valor patrimonial no resultaría adecuado para valorizar acciones extrabursátiles, nos preguntamos ¿qué otras alternativas existen para llevar a cabo dicha tarea?

4.4 Métodos de valorización presentes en las finanzas corporativas

Las finanzas corporativas son definidas por Ross et al. (2012) como “el estudio de la relación entre las decisiones de negocios, los flujos de efectivo y el valor de las acciones de la empresa” (p. 12).

En ese sentido, vemos de la definición expuesta en el párrafo anterior que uno de los objetos de estudio de las finanzas corporativas será el valor de las acciones de la sociedad titular de la empresa, las cuales cumplen un rol fundamental como instrumentos de inversión, puesto que el valor de aquellas no será intrínseco, sino que reflejará a su vez el valor de la empresa de titularidad de la sociedad, a la cual terminan representando.

De esta manera, en las finanzas corporativas se han ideado distintos mecanismos que permiten obtener una aproximación al valor de una empresa en función a toda una serie de variables, constituyendo una de las principales aquella relativa a las expectativas de continuidad de la empresa.

Por un lado, existen métodos aplicables a una situación en la cual la empresa no cuenta con expectativas de continuidad, entre los que destaca el valor de liquidación. Viceversa, de contar con tales expectativas de continuidad, podemos encontrar a los métodos basados en el descuento de flujos (y considerados como conceptualmente “correctos”), los cuales toman en cuenta a la empresa como un ente generador de flujos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros (Fernández, 2017, p. 2).

Caballero y Lavín (2018) exponen cuáles son, entre otros, los métodos de valuación actualmente más utilizados para hallar el valor de empresas en marcha:

1. Valoración por múltiplos: determina el valor de una empresa en términos relativos a sus utilidades, dividendos y flujos de caja, y lo compara con empresas similares de la misma industria o sector económico.
2. Flujo de caja descontado: determina el valor de una empresa a partir de la estimación de los flujos de caja futuros que generará la empresa y los descuenta al presente, utilizando una tasa de descuento que considera un premio por riesgo sobre la tasa libre de riesgo, de acuerdo con el riesgo de la empresa (p. 226).

Es importante señalar que la aplicación de los métodos de valuación puede producir variaciones entre los resultados de sus respectivas aplicaciones, lo cual provee de información al valuador. Por ejemplo, es posible que, en algún caso de aplicación de métodos de valuación basados en múltiplos, se haya elegido empresas que resultaron no ser tan comparables como inicialmente se estimó; o que, de aplicar un método de valuación basado en el flujo de caja descontado, se hayan aplicado presupuestos muy conservadores. Entonces, al examinar la variación en los resultados, pueden obtenerse indicios para modificar la aproximación y, así, establecer un valor más apropiado (Schill, 2013, p. 4).

A continuación, procederemos a exponer algunos de los métodos de valorización más empleados en las finanzas corporativas.

4.4.1 Valor de liquidación

El valor de liquidación constituye uno de los más sencillos de entender en términos conceptuales, pero su correcta aplicación estará limitada a supuestos en que, como vimos en la sección 4.4 precedente, no existan expectativas de continuación de los negocios de la sociedad o aquellas resulten inciertas. También, como explica Schill (2013), resultará aplicable a empresas en situación de dificultad o *distress* financiero (p. 4), situación en la

cual los flujos de efectivo de operación de la empresa no bastan para satisfacer las obligaciones actuales y la compañía se ve forzada a adoptar medidas correctivas (Ross et al., 2012, p. 917).

Mediante la aplicación del valor de liquidación, se obtiene un límite inferior a la valuación del negocio, toda vez que se dependerá del valor de recuperación de los activos de la sociedad y del alcance de los usos alternativos viables para aquellos (Schill, 2013, p. 4). Es decir, se procede de manera análoga a un proceso de liquidación de la sociedad: se venden los activos, individualmente considerados, y con el dinero obtenido se paga a los acreedores, quedando el remanente para los accionistas.

Ahora bien, el escenario bajo el cual resulta de aplicación el valor de liquidación distará, en principio, del contexto en el cual se ejerce el derecho de separación y de los efectos que genera, debido a que, ejercido el derecho en cuestión, la sociedad no termina liquidada o extinta, sino que sigue el curso de sus negocios (según lo descrito en la sección 2.3.2.4). Podría darse algún caso en el que los negocios de la sociedad se encuentren bajo *distress*; sin embargo, ello deberá ser analizado por un experto en cada caso particular, por lo que de ello dependerá la utilidad del método bajo comentario como mecanismo de valuación de acciones.

4.4.2 Valoración por múltiplos

Según Schill (2013), el enfoque de valoración por múltiplos parte de la premisa siguiente: el valor de cualquier activo es igual al monto que el mercado paga por activos similares. Entonces, para utilizar dicho enfoque, se identifica alguna característica observable de la empresa que es comúnmente valorizada por el mercado o altamente correlacionada con el valor de mercado (p. 3). Dentro de tales características se consideran el monto de sus ventas (Fernández, 2017, p. 5), las utilidades actuales o las esperadas (Schill, 2013, p. 3), entre otros indicadores.

La lógica detrás de un múltiplo de mercado radica en usar las métricas de valuación relativas del mercado para una empresa comparable en riesgo y expectativas de crecimiento. La base utilizada para la métrica de valoración relativa debería ser fácilmente observable y altamente relacionada con tal valor de mercado (Schill, 2013, p. 13).

Dentro de los métodos de valoración por múltiplos más empleados, podemos encontrar a los múltiplos de cotización y de transacción. Mediante la aplicación de los múltiplos de cotización, se estimará el valor de una empresa mediante su comparación con el valor de otras empresas de similares características que cotizan en Bolsa. Para ello, las empresas se identifican, se calculan ratios que muestren la relación entre estas y alguna medida de sus resultados financieros, para finalmente aplicar la ratio en la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de valoración, obteniendo así una valoración comparativa (Badenes y Santos, 1999, p. 2).

Mediante la aplicación de los múltiplos de transacción, utilizados fundamentalmente en procesos de venta de empresas, se analizará el precio pagado en transacciones anteriores por compañías parecidas a la empresa objetivo, para así obtener una estimación del precio que se podría estar dispuesto a pagar por ella (Badenes y Santos, 1999, p. 2).

Aunque las valorizaciones de múltiplos de mercado proporcionan una aproximación conveniente y basada en el mercado para valorizar negocios, hay una serie de precauciones que Schill (2013) considera deben tenerse en cuenta. Entre ellas, destaca que (i) la identificación de empresas comparables es complicada; y (ii) pueden generarse distorsiones debido a distintos sistemas contables existentes (p. 15). En un sentido similar se pronuncian Badenes y Santos (1999, p. 10).

De esta manera, apreciamos que los métodos de valoración por múltiplos constituyen un grupo de mecanismos de valorización de empresas que pueden arribar a resultados que permitan reflejar el valor de mercado de una empresa; sin embargo, por su tecnicidad requieren ser empleados por profesionales en las ciencias financieras.

4.4.3 Valoración por flujo de caja descontado

El método de valuación de acciones por flujo de caja descontado busca determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará en el futuro, para luego descontarlos con una rentabilidad exigida según el riesgo de dichos flujos (Fernández, 2017, p. 9). Como los negocios tienen el potencial de generar flujos de efectivo sobre un horizonte infinito, es habitual predecir flujos de caja sobre un horizonte específico, y de ahí usar presunciones simplificadas para capturar el valor final

de los flujos de caja por los años adicionales. De ahí que uno de los méritos de este mecanismo de valorización sea su flexibilidad para modelar el valor inherente de la empresa bajo cualquier conjunto de condiciones (Schill, 2013, p. 4).

Como comentan Caballero y Lavín (2018), el principio de creación de valor establece que las empresas crean valor invirtiendo capital que obtienen de sus inversionistas para generar flujos de caja futuros con tasas de retorno que exceden el costo de capital de dichos fondos³⁷. De ahí que, desde un punto de vista financiero, la empresa en marcha sea vista como un activo generador de flujos de caja. Ello, entonces, explica por qué el método de valoración por flujo de caja descontado es el más utilizado en la industria financiera (pp. 227-228). La opinión de Fernández (2017) coincide con la de tales autores, al señalar que, en general, los mecanismos basados en el descuento de flujos constituyen los únicos métodos de valoración conceptualmente correctos (p. 9).

De acuerdo con Schill (2013), la valuación de flujo de caja descontado cuenta con tres componentes (p. 5):

1. Pronóstico de flujo de caja libre: el flujo de caja libre es el flujo de caja incremental total atribuible al negocio. Son todos los flujos de caja dirigidos a los dueños del negocio (incluyendo tenedores de deuda y capital). En términos sencillos, puede afirmarse que es la ganancia de la empresa después de impuestos, menos el monto reinvertido en la empresa, en capital de trabajo y activos fijos.

Una estimación propicia de los flujos de caja del negocio no es una tarea sencilla. Ella debería reflejar justamente las expectativas del crecimiento del negocio, sus ganancias y la eficacia de sus activos. Asimismo, debe tenerse cuidado para asegurarse que la estimación sea consistente con expectativas macroeconómicas más amplias, así como las tendencias de la industria y el impacto competitivo.

³⁷ En otros términos, la inversión del capital recibido por la empresa crea valor cuando el retorno obtenido por dicha inversión excede el costo asumido por acceder al financiamiento proporcionado por sus inversionistas.

El período de estimación debe extenderse sobre el horizonte en el cual el analista estime que el negocio será capaz de sostener el crecimiento y las ganancias extraordinarias (Schill, 2013, pp. 5-6).

2. Valor final: el valor final en el último año del período de estimación es añadido para reflejar el valor presente de todos los flujos de caja que ocurran posteriormente. Debido a que capitaliza todo el flujo de caja futuro más allá del año final, el valor final puede ser un gran componente del valor de la compañía y, por tanto, merece especial atención (Schill, 2013, p. 6).
3. Tasa de descuento: la tasa de descuento usada para valorizar los flujos de caja debería compensar al inversionista por el riesgo de los flujos de caja. Una tasa de descuento apropiada refleja el costo de oportunidad de hacer inversiones alternativas de riesgo similar (Schill, 2013, p. 9). Destaca Fernández (2017) que debe determinarse una tasa de descuento adecuada paracada tipo de flujo, de manera tal que este constituye uno de los aspectos más importantes en la aplicación del método, el cual debe realizarse tomando en consideración el riesgo y las volatilidades históricas³⁸ (p. 9).

El método de flujo de caja descontado se enfoca en flujos de caja, no ganancias, de forma tal que tiene una mirada a futuro, no tanto atada a valores contables históricos. Reconoce el valor del dinero en el tiempo y es altamente flexible, al permitir que información privada o escenarios particulares sean incorporados explícitamente en la valuación, así como la estrategia específica operativa del negocio (Schill, 2013, p. 13).

Sin embargo, la utilización del método de flujo de caja descontado no constituye una valuación exacta u objetiva. Todo lo contrario, su aplicación precisa que, en la elaboración de los modelos financieros, los especialistas a cargo adopten toda una serie de variables que hemos venido indicando en la presente sección, las cuales –como su nombre bien indica– no constituyen aspectos absolutos, constantes u objetivos, y cuya modificación podría devenir en un cambio del ejercicio de valorización en sí mismo. Por

³⁸ Cabe indicar que el autor hace referencia, además, a que en la práctica es usual que el tipo de descuento mínimo lo marquen los interesados (por ejemplo, compradores o vendedores que no estén dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad) (Fernández, 2017, p.9).

ello, Schill (2013) reconoce que virtualmente cada número utilizado en una valuación de flujo de caja descontado está medido con error. Debido a la incertidumbre del futuro, ninguna valuación es “correcta” en ningún absoluto sentido. Consecuentemente, sugiere utilizar distintos escenarios sobre el futuro, a efectos de tener una idea de los aspectos clave subyacentes a la valorización del negocio (p. 13).

En un sentido similar, Caballero y Lavín (2018) señalan que, si bien en la praxis existe un predominio del método de flujo de caja descontado, ello no excluye el uso complementario o sustitutivo, según las características principales de la empresa o de la industria, de otros métodos de valorización aceptados por la industria financiera. Así, tales autores indican que el método bajo comentario puede ser complementado por el método de múltiplos, o sustituido. En caso no fuere factible aplicar ninguno de ellos, recomiendan utilizar el método del valor de liquidación (p. 228).

Como hemos podido apreciar, el método de flujo de caja descontado es apreciado en términos muy positivos por la literatura especializada, la cual ha llegado a afirmar, inclusive, que constituye el “método conceptualmente correcto” para la valuación de empresas en marcha.

Sin embargo, no podemos dejar de resaltar dos aspectos que, como legos en la materia, nos llaman la atención: (i) se trata de un método cuyo éxito dependerá de varios factores, entre los que destacan la pericia de quien lo aplique (básicamente, su capacidad de encontrar las variables adecuadas que le permitan construir un modelo financiero consistente y razonable) y la información de la que se disponga (muchas de la cual se encontrará en poder de la administración de la sociedad materia de valoración); y (ii) su aplicación como método de valorización de empresas es sumamente compleja (inclusive más que la aplicación de las valorizaciones por múltiplos), a tal punto que resulta coherente y lógico encargársela únicamente a profesionales con formación en materia financiera.

4.5 Conclusiones del capítulo IV

1. El valor patrimonial no constituye un método técnicamente correcto para valorizar una compañía en marcha ni para hallar el valor real de las acciones,

toda vez que es construido sobre la base de información histórica de carácter contable y no considera en su cálculo elementos que aportan valor, pero que no quedan registrados en la contabilidad.

2. El valor de liquidación resultará aplicable, principalmente, cuando no existan expectativas de continuación de los negocios de la sociedad, cuando aquellas resulten inciertas o cuando tales negocios se encuentren en situación de dificultad financiera. Su aplicación como método de valorización de acciones dependerá, pues, de que los negocios de la sociedad en cuestión se encuentren en alguno de los escenarios señalados.
3. Los métodos más aceptados en las finanzas corporativas contemporáneas para valorizar una empresa en marcha y, así, determinar el valor de las acciones emitidas por la sociedad titular de dicha empresa, son: (i) la valorización por múltiplos; y (ii) la valorización por flujo de caja descontado.
4. Los métodos de valor de liquidación, valorización por múltiplos y, especialmente, la valorización por flujo de caja descontado, requieren ser aplicados por un profesional en materia económica o financiera, a diferencia del valor patrimonial, cuyo cálculo puede ser hallado sin necesidad de conocimiento de dichas materias, simplemente utilizando el estado de situación financiera confeccionado por el contador de la sociedad.

CAPÍTULO V: LOS MÉTODOS DE VALORIZACIÓN APLICABLES A ACCIONES EXTRABURSÁTILES PARA EFECTOS DEL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN EN LA LEGISLACIÓN COMPARADA

Habiendo analizado los distintos mecanismos de valorización que existen en la práctica financiero-corporativa contemporánea, los cuales podrían sustituir a la valoración en libros como método aplicable al ejercicio del derecho de separación, consideramos importante realizar un breve estudio de Derecho comparado para conocer qué alternativas han sido adoptadas en otros Estados que hayan optado por sancionar en sus legislaciones el derecho de separación, cuyo reconocimiento “no es ni pacífico ni de alcance universal” (Farrando, 1998, p. 37).

Para tales efectos, en primer lugar tomaremos en consideración dos legislaciones de países europeos que, para estos efectos, nos resultan importantes: (i) la de Italia, toda vez que fue el primer país que introdujo el derecho de separación a su ordenamiento jurídico (hace casi 140 años) y, por tanto, es el que más tiempo lo ha mantenido y el que debería haber introducido mayores modificaciones durante dicho lapso para perfeccionar el instituto; y (ii) la de España, toda vez que nuestra legislación comercial y societaria históricamente se ha basado en la de aquel país.

Por otro lado, consideramos pertinente tomar en consideración qué prescriben las principales legislaciones de todas aquellas economías latinoamericanas cuyo tamaño exceda el de Perú. El indicador que hemos tomado como referencia para medir el tamaño de las economías latinoamericanas es el Producto Bruto Interno (PBI) en dólares americanos (USD) a precios actuales, el cual es la suma del valor agregado bruto de todos los productores residentes en la economía más todo impuesto a los productos, menos todo subsidio no incluido en el valor de los productos (Banco Mundial, s. f.). Así, según los

datos más actualizados que proporciona el Banco Mundial (s. f.), tales economías serían las de Brasil, México, Argentina, Colombia³⁹ y Chile.

Por último, revisaremos también el mecanismo aplicable en los Estados Unidos de América, considerada bajo las métricas señaladas como la economía más grande del mundo (Banco Mundial, s. f.).

5.1 Italia

En Italia, el derecho de separación de la *societa' per azioni* se encuentra regulado en el artículo 2437 del *Codice Civile* italiano (Regio Decreto 16 marzo 1942 n. 262, 1942), el cual dispone que “Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti (...)” [Tienen derecho de retirarse, por todo o parte de sus acciones, los accionistas que no participaron de las deliberaciones sobre (...)]. Tras ello, es enumerada toda una serie de supuestos que gatillan el ejercicio de dicho derecho, entre los cuales podemos encontrar los siguientes: (i) el cambio del objeto social (en la medida que represente una modificación significativa de la actividad de la sociedad); (ii) la transformación de la sociedad; (iii) la transferencia de la sede social al extranjero; (iv) la revocación del estado de liquidación de la sociedad; (v) la eliminación de una o más causales de separación previstas en el estatuto o de aquellas previstas en la ley que puedan ser eliminables⁴⁰; (vi) la modificación del criterio de determinación del valor de las acciones en caso del ejercicio del derecho de separación; y (vii) las modificaciones del estatuto correspondientes al derecho a voto o de participación.

³⁹ Cabe destacar que se considera a Venezuela en una posición intermedia entre Argentina y Colombia. No obstante, para estos efectos no se considerará a dicho país por cuanto los datos ofrecidos por el Banco Mundial están desactualizados por cuatro años con relación a los demás países mencionados.

⁴⁰ De acuerdo con el artículo 2437 del *Codice Civile* italiano (1942), los accionistas que no participaron en la deliberación de acuerdos relativos a la prórroga de la vigencia de la sociedad o la introducción o eliminación de restricciones a la circulación de acciones, cuentan con el derecho de separación salvo que el estatuto disponga lo contrario.

Por otro lado, el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles lo encontramos en otro artículo, el 2437-ter del *Codice Civile* italiano (1942):

Il valore di liquidazione delle azioni e' determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della societa' e delle sue prospettive reddituali, nonche' dell'eventuale valore di mercato delle azioni [El valor de liquidación de las acciones es determinado por los administradores, habiendo escuchado la opinión del consejo de auditores y del responsable de la auditoría legal de las cuentas, teniendo en cuenta la consistencia patrimonial de la empresa y sus perspectivas de ingresos, así como cualquier valor de mercado de las acciones].

De lo expuesto, podemos ver que la legislación italiana prevé sobre el valor de las acciones que: (i) sea determinado por los *amministratori*⁴¹; (ii) requiera de la opinión del *collegio sindacale*⁴² y de quien esté encargado de la auditoría legal de las cuentas de la sociedad; y (iii) deba tener en cuenta la consistencia patrimonial de la sociedad y sus perspectivas de ganancias, así como el eventual valor de mercado de las acciones.

No obstante, el referido artículo contiene previsiones adicionales relativas a la valoración de acciones:

Lo statuto puo' stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonche' altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione [Los estatutos podrán establecer diferentes criterios para la determinación del valor de

⁴¹ Esta figura en la legislación italiana constituye un órgano unipersonal o colegiado encargado de la administración de la sociedad, cuyo propósito es ejecutar el objeto social (Consiglio Nazionale del Notariato, s. f., párr. 11).

⁴² Esta figura en la legislación italiana constituye un órgano encargado de controlar la administración de la sociedad y supervisar la observancia de la ley y de los estatutos (Consiglio Nazionale del Notariato, s. f., párr. 14).

liquidación, indicando los elementos del activo y pasivo del balance que pueden ser ajustados con respecto a los valores resultantes del balance, junto con los criterios de ajuste, así como otros elementos susceptibles de valoración del activo a tener en cuenta].

I soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore di cui al secondo comma del presente articolo nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea; ciascun socio ha diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese [Los accionistas tienen derecho a conocer la determinación del valor a que se refiere el segundo párrafo de este artículo en los quince días anteriores a la fecha fijada para la junta; cada accionista tiene derecho a verlo y obtener una copia por su cuenta].

In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso il valore di liquidazione e' determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte piu' diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349⁴³ [En caso de litigio que se proponga al mismo tiempo que la declaración de receso, el valor de liquidación se determina dentro de los noventa días desde el ejercicio del derecho de receso mediante informe jurado de perito designado por el tribunal, quien también se hace cargo de los gastos, a solicitud de la parte más diligente; en cuyo caso se aplica el primer párrafo del artículo 1349].

Debemos dejar constancia de que en el particular caso de la *societa' a responsabilita' limitata*, el artículo 2473 del *Codice Civile* italiano (1942) dispone que el

⁴³ El primer párrafo del referido artículo señala que:

Se la determinazione della prestazione dedotta in contratto e' deferita a un terzo e non risulta che le parti vollero rimettersi al suo mero arbitrio, il terzo deve procedere con equo apprezzamento. Se manca la determinazione del terzo o se questa e' manifestamente iniqua o erronea, la determinazione e' fatta dal giudice [Si la determinación de la ejecución deducida en el contrato se difiere a un tercero y no parece que las partes quisieran someterse a su mero arbitrio, el tercero debe proceder con justa apreciación. Si falta la determinación del tercero o si esta es manifestamente injusta o errónea, la determinación la realiza el juez].

reembolso de las acciones recedidas sea fijado a valor de mercado y, en caso de desacuerdo sobre dicho valor, su determinación “e' compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte piu' diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349” [se realiza mediante informe jurado de perito designado por el tribunal, quien además se hace cargo de las costas, a solicitud de la parte más diligente; en cuyo caso se aplica el primer párrafo del artículo 1349]; esto es, de manera similar a cómo procedería la solución de una controversia con relación al valor de las acciones en el caso del mecanismo aplicable para el ejercicio del derecho de separación en la *societa' per azioni*.

Entonces, podemos apreciar que la valoración de acciones en el caso de la *societa' per azioni* contempla ciertas particularidades en Italia:

1. En primer lugar, el criterio de determinación del valor de las acciones en caso del ejercicio del derecho de separación puede ser modificado estatutariamente, siempre respetando los parámetros que permite la ley (hecho que, sin embargo, permitiría el ejercicio del derecho de separación).
2. En segundo lugar, los accionistas tienen el derecho de conocer qué valor ha sido determinado por los *amministratori* con antelación a la fecha fijada para la junta de accionistas que trataría algún asunto que habilitaría el ejercicio del derecho de separación.
3. En tercer lugar, de haber alguna controversia con relación al valor de las acciones determinado, el mismo será calculado por un experto designado por un tribunal.

Debe tenerse en cuenta que conforme al artículo 2437-quater del *Codice Civile* italiano (1942), los *amministratori* pueden ofrecer las acciones recedidas a los demás accionistas de la sociedad (a prorrata de sus respectivas participaciones) e incluso a terceras personas antes que la sociedad quede obligada a pagar por ellas⁴⁴.

⁴⁴ Estas disposiciones son también aplicables para el caso del derecho de separación ejercido en la *societa' a responsabilita' limitata*.

De esta manera, vemos que el mecanismo actual de valoración de acciones extrabursátiles ante el ejercicio del derecho de separación en Italia corresponde a una valuación hecha por la propia sociedad y comunicada a los accionistas de antemano. Ello presenta como ventaja que los potenciales accionistas disidentes conozcan de antemano cuánto pagaría la sociedad por el valor de sus acciones, de manera tal que puedan calcular si les resulta conveniente ejercer su derecho de separación. Tal es definitivamente una ventaja para el accionista frente a un modelo de valoración *ex post* sujeto al efectivo ejercicio del derecho de separación, pues de esa manera aquel se hace con información que puede contribuir a la toma de su decisión.

No obstante, no puede negarse que tal regulación contribuye a que tanto el accionista como las mayorías accionarias que apoyan la decisión puedan, precisamente con esa información, llevar a cabo lo que Caballero y Lavín denominan “comportamientos estratégicos”, según explicamos en la sección 4.3.2.

Adicionalmente, presenta a su vez otra desventaja e incentivo perverso, toda vez que el órgano social encargado de calcular el valor de las acciones podría resultar presionado por las mayorías accionarias para realizar un cálculo de valor a la baja, que desaliente el ejercicio del derecho de separación. No obstante, tal desventaja podría verse neutralizada con la posibilidad de impugnar la valoración, aunque ello derive en litigiosidad y sus costos asociados.

No podemos dejar de resaltar que el complejo tratamiento del derecho de separación no es sino resultado de una reforma al *Codice Civile* italiano producida en 2003 como consecuencia de la dación del Decreto Legislativo 17 gennaio 2003 n. 6, que introdujo dicha regulación. De hecho, en su versión original, el *Codice Civile* italiano regulaba el derecho de separación de manera más escueta, y se limitaba a indicar que el reembolso de las acciones extrabursátiles se calcularía a valor patrimonial, según el estado de situación financiera del último ejercicio.

En opinión de Brenes (1999)⁴⁵, tal criterio de valoración resultaba inadecuado para satisfacer el interés del accionista que se separaba, puesto que el balance del ejercicio

⁴⁵ Cabe indicar que los comentarios citados fueron realizados por Brenes durante la vigencia del anterior mecanismo de valoración aplicable a acciones extrabursátiles en el *Codice Civile* italiano.

tiene la finalidad de determinar la situación patrimonial de la sociedad, así como la de poner de manifiesto los beneficios obtenidos y las pérdidas sufridas durante el ejercicio, pero no es adecuado para fijar el valor efectivo del patrimonio social, con relación al cual debe calcularse la cuota del accionista.

Considerando que la aplicación de principios contables como el de prudencia conducirán a una infravaloración de elementos patrimoniales, la autora aduce que el balance del ejercicio no refleja fielmente la situación patrimonial de la sociedad, de forma que el patrimonio neto que de él resulte será normalmente inferior al valor real del patrimonio social, con lo cual las acciones del accionista que se separan resultarán –en la mayoría de las ocasiones– infravaloradas. Tal perjuicio, que sería soportado por el accionista disidente, parece responder, en opinión de la autora, a una opción del legislador por intentar tutelar el destino productivo del patrimonio empresarial como una forma de particular adhesión a los postulados fundamentales del capitalismo moderno, donde la empresa se ejerce como un ente social cuyos intereses se superponen a los de los accionistas en particular (pp. 474-475).

Las críticas que señala Brenes (1999), sumadas a otras que cita de la propia doctrina italiana, que proponía alternativas para actualizar el valor de los activos ante el ejercicio del derecho de separación, o sencillamente preparar un documento *ad hoc* que refleje fielmente la situación patrimonial de la sociedad (pp. 477-478), no resultarían más aplicables a la legislación de dicho país pues, como hemos visto, ha abandonado la valorización en libros como mecanismo de valoración de acciones extrabursátiles ante el ejercicio del derecho de separación. Sin embargo, consideramos que podrían mantener su vigencia con relación a la valorización en libros en sí misma, aplicada en el mismo contexto.

5.2 España

En España, el derecho de separación se encuentra regulado en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (2010), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Dicha norma agrupó toda una serie de regulaciones societarias españolas que se encontraban dispersas en el Código de Comercio de 1885, en la Ley de

Sociedades Anónimas, en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada y en el título X de la Ley del Mercado de Valores.

En la norma señalada, existe todo un capítulo que aborda la separación de accionistas, sumado a otro que establece disposiciones comunes tanto a la separación como a la exclusión de aquellos (donde se regula el procedimiento de valoración aplicable).

La Ley de Sociedades de Capital española otorga a los accionistas la posibilidad de ejercer su derecho de separación, entre otros, en los supuestos siguientes: (i) sustitución o modificación sustancial del objeto social; (ii) prórroga de la sociedad; (iii) reactivación de la sociedad; (iv) creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias, salvo disposición contraria de los estatutos; (v) modificación del régimen de transmisión de participaciones sociales⁴⁶; (vi) transformación de la sociedad; (vii) fusión transfronteriza intracomunitaria; (viii) traslado del domicilio social al extranjero⁴⁷; y (ix) falta de distribución de dividendos⁴⁸.

Por otro lado, el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles lo encontramos en el artículo 353 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital española (2010). Las disposiciones a tener en consideración son las siguientes:

A falta de acuerdo entre la sociedad y el socio sobre el valor razonable de las participaciones sociales o de las acciones, o sobre la persona o personas que hayan de valorarlas y el procedimiento a seguir para su valoración, serán valoradas por un experto independiente, designado por el registrador mercantil del domicilio social a solicitud de la sociedad o de cualquiera

⁴⁶ Este particular supuesto es aplicable solo para socios de sociedades de responsabilidad limitada que no hubieran votado a favor de dicho acuerdo.

⁴⁷ Cabe indicar que estos últimos tres supuestos (vi, vii y viii) se encuentran regulados en la Ley 3/2009, de 3 de abril (2009), sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

⁴⁸ Tal supuesto se encuentra regulado en el artículo 348 bis, y permite que, transcurrido el quinto ejercicio contado desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el accionista que hubiera hecho constar en el acta protesta por la insuficiencia de los dividendos reconocidos pueda separarse en el caso de que la junta general de accionistas no acordara la distribución como dividendo de, al menos, el veinticinco por ciento de los beneficios obtenidos durante el ejercicio anterior que sean legalmente distribuibles siempre que se hayan obtenido beneficios durante los tres ejercicios anteriores. No obstante, dicha causal se encuentra sujeta a toda una serie de restricciones y, a pesar de haber sido introducida el año 2011, su aplicación fue suspendida hasta el 31 de diciembre de 2016.

de los socios titulares de las participaciones o de las acciones objeto de valoración⁴⁹.

Para el ejercicio de su función, el experto podrá obtener de la sociedad todas las informaciones y documentos que considere útiles y proceder a todas las verificaciones que estime necesarias⁵⁰.

En el plazo máximo de dos meses a contar desde su nombramiento, el experto emitirá su informe, que notificará inmediatamente por conducto notarial a la sociedad y a los socios afectados, acompañando copia, y depositará otra en el Registro Mercantil⁵¹.

La retribución del experto correrá a cargo de la sociedad⁵².

Sobre el particular, consideramos conveniente detallar algunos conceptos que permitirán entender el sistema español de valoración de acciones extrabursátiles.

En primer lugar, debemos detallar el rol particular del Registro Mercantil español. Dicho registro se divide a su vez en los Registros Mercantiles territoriales y el Registro Mercantil Central. Mientras que los Registros Mercantiles territoriales se encargan de inscribir y publicitar aquellos actos y contratos que los empresarios quieran o deban poner en conocimiento de terceros (los estatutos y sus modificaciones, la identificación de los representantes y sus poderes, etc.), fungen de depositarios de las cuentas anuales de los empresarios, legalizan los libros que los empresarios deben llevar conforme a ley y designan auditores y expertos (Colegio de Registradores de España; s. f.); el Registro Mercantil Central se encarga, fundamentalmente, de consolidar y publicitar la información reportada por todos los demás Registros Mercantiles territoriales.

Precisamente, al contar con funciones mayores a la de la inscripción y publicidad de los actos de los empresarios, resulta factible que el registrador pueda fungir como

⁴⁹ Inciso primero del artículo 353 de la Ley de Sociedades de Capital española (2010).

⁵⁰ Inciso primero del artículo 354 de la Ley de Sociedades de Capital española (2010).

⁵¹ Inciso segundo del artículo 354 de la Ley de Sociedades de Capital española (2010).

⁵² Inciso primero del artículo 355 de la Ley de Sociedades de Capital española (2010).

tercero ajeno a las partes (que en este caso serían el accionista disidente y la sociedad) y designe al experto independiente que se encargará de la valoración de acciones.

En segundo lugar, debemos referirnos a la figura del “experto independiente”. El artículo 340 del Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio (1996), por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil, dispone que este debe ser una persona física o jurídica que pertenezca a profesión directamente relacionada con los bienes objeto de valoración o que se halle específicamente dedicada a valoraciones o peritaciones. El artículo 341 de la misma norma le atribuye las mismas causales de incompatibilidad del nombramiento de peritos que sean contempladas por la legislación procesal civil. Por tanto, de una lectura conjunta, puede apreciarse que el rol que el experto independiente tendría para efectos de la valorización de acciones extrabursátiles, derivada del ejercicio del derecho de separación, sería uno pericial.

Cabe indicar que en la redacción original del artículo 353 de la Ley de Sociedades de Capital española (2010), se hacía referencia a que la valoración la realizaría un auditor de cuentas distinto al de la sociedad, en vez de un experto independiente. Sin embargo, hemos de aclarar que ambos son cargos distintos, toda vez que el auditor de cuentas es, según el inciso 3 del artículo 3 de la Ley 22/2015, de 20 de julio (2015), de Auditoría de Cuentas, la “persona física autorizada para realizar auditorías de cuentas por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (...) o por las autoridades competentes de un Estado miembro de la Unión Europea o de un tercer país”.

Dejamos constancia de que en algunas fuentes doctrinarias y normas citadas se hace referencia al “auditor de cuentas”, toda vez que aquellas datan de un período anterior a la modificación del artículo 353 en el sentido comentado en el párrafo anterior. Sin embargo, hemos procurado uniformizar el término al admitido actualmente en la legislación española, el cual es el “experto independiente”.

Resulta importante la atribución del experto independiente para poder recabar información y documentación de la propia sociedad, toda vez que el ejercicio de su función tendrá éxito solo si cuenta con los insumos necesarios para determinar el valor razonable de las acciones recedidas.

Sin embargo, informa De la Fuente (2019) que el proceso de designación del experto independiente puede judicializarse (mediante la impugnación de la decisión del

registrador ante la Dirección General de los Registros y del Notariado, y de la de dicha entidad ante la jurisdicción civil), con lo cual cabe la posibilidad de que la misma sea revisada por el Tribunal Supremo español, lo que conllevaría demoras considerables en el procedimiento de reembolso al accionista disidente. Asimismo, incidencias posteriores pueden producirse, como la negativa de la sociedad a proporcionar fondos al experto valorizador (p. 10).

En nuestra opinión, tales críticas al sistema de elección del experto independiente resultan importantes, puesto que la judicialización del procedimiento destinado a la obtención del valor de reembolso, o incluso la del informe expedido por el experto, implicará inevitables retrasos en el proceso de reembolso (Farrando, 1998, pp. 169-170). Dicha demora representará, a su vez, la imposibilidad para este accionista de aplicar los fondos a los que tiene derecho en otras inversiones.

En tercer lugar, debemos destacar el criterio adoptado por la Ley de Sociedades de Capital española (2010) para definir el valor de las acciones: el “valor razonable”. Para tal efecto, es importante conocer los antecedentes. Como hemos indicado en la sección 4.3.2, la Ley de 17 de julio de 1951, sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas (1951), establecía un criterio de valoración patrimonial para las acciones como consecuencia del ejercicio del derecho de separación. No obstante, la Ley de 17 de julio de 1953, sobre régimen jurídico de las sociedades de responsabilidad limitada (1953), adoptó un criterio de tasación, al señalar en su Disposición Transitoria tercera (cuya lectura debe ser conjunta con el artículo 20 de dicha ley) que el valor de las participaciones recedidas sea fijado por tres peritos, nombrados uno por cada parte, y un tercero, de común acuerdo o por el juez (en caso de discrepancia).

La Ley sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas de 1951 fue posteriormente derogada por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (1989), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, que abandonaba el criterio del valor patrimonial y adoptaba uno basado en la apreciación del auditor de cuentas de la sociedad (o el auditor que para tal efecto designe el Registrador Mercantil); sin embargo, el criterio utilizado por esta ley era únicamente el de “valor de reembolso”. Tal criterio evolucionó al de “valor real” con la dación de la Ley 2/1995, de 23 de marzo (1995), de Sociedades de Responsabilidad Limitada, que derogó la Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 1953. A partir de la Ley de Sociedades de

Capital española (2010) que hemos venido comentando, el criterio quedó finalmente establecido en el “valor razonable”.

No podemos dejar de mencionar que en la presente sección se utilizarán conjuntamente los términos de valor real y valor razonable, toda vez que algunos comentarios doctrinarios y ciertas normativas fueron expedidos antes de la vigencia de la Ley de Sociedades de Capital española (2010). Sin embargo, para estos efectos, ambos deberán entenderse referidos a un mismo concepto: el de valor razonable.

Rodas (2013) señala que el valor razonable será aquel determinado por el experto independiente, el cual una vez fijado permitirá calcular la suma a la que asciende el reembolso al accionista separado por sus acciones (pp. 124-125). En ese sentido ¿qué debería implicar este término para el experto independiente?

Brenes (1999) considera que para hallar el valor real resulta necesario utilizar criterios analíticos juntamente con sintéticos; es decir, el empleo de los estados financieros con la utilización de metodologías que puedan hallar la rentabilidad esperada de la acción, como indicamos en la sección 3.2 precedente. Sin embargo, la autora reconoce que el empleo de métodos sintéticos constituye una actividad de alta complejidad, sujeta a una dosis de subjetividad (pp. 460-462).

Adicionalmente, en España se mantiene vigente una norma técnica para la elaboración de distintos informes especiales, entre los que se encuentra el de valoración de acciones como consecuencia del ejercicio del derecho de separación (Resolución de 23 de octubre de 1991 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, 1991), la cual por su antigüedad menciona a los auditores de cuentas y al valor real. Consideramos importante la existencia de una norma técnica de dichas características, puesto que establece distintos criterios orientativos para la valoración de acciones sin que ellos constituyan una regla *numerus clausus*. Por ejemplo, el numeral 6 de la referida norma técnica señala que “los métodos, así como los datos utilizados en la valoración de las acciones, han de ser, en cada caso, adecuados en las circunstancias y contexto en que se trate la valoración”, para acto seguido enumerar (a efectos orientativos) cuáles son los métodos de valoración generalmente utilizados, dentro de los cuales encontramos al valor actual de flujos monetarios netos (método basado en la aplicación de una tasa de

descuento a la sumatoria de todos los flujos futuros de tesorería esperados de la sociedad⁵³, según el numeral 7 de la referida norma técnica).

Conforme a Brenes (1999), la valoración de las acciones por un experto constituye un mecanismo “discrecional”, de forma tal que este tiene cierto margen para elegir o incluso combinar los criterios de valoración, lo que permitirá un mayor acercamiento al valor real de la acción (p. 487). Sin embargo, la discrecionalidad referida no debe conducir a una eventual arbitrariedad (p. 484).

Por último, Rodas (2013) señala que el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas español ha establecido que el valor de una parte no corresponde necesariamente al valor global de la empresa dividido entre el número total de acciones, toda vez que, ante situaciones de valoración de paquetes accionarios minoritarios, se estima procedente aplicar una determinada penalización por no dar derecho al ejercicio del control. La autora disiente con dicha interpretación y considera que penaliza al accionista por el ejercicio del derecho de separación (p. 126).

En cuarto lugar, debemos referirnos al informe que emitirá el experto como consecuencia de la valorización que realice. Como indica Brenes (1999), existe el riesgo de que la valoración del tasador sea desacertada y, consecuentemente, impida a los accionistas obtener el valor real de sus participaciones. Por ello, la autora considera que deba permitirse la revisión del informe por manifiesta inequidad; esto es, cuando manifiestamente se impida al accionista la obtención del valor real, y no solo en los supuestos de fraude y mala fe del profesional (pp. 491-493).

Más aún, Rodas (2013) comenta que el experto no es un árbitro⁵⁴, toda vez que su labor carece de los presupuestos de la institución arbitral, y el informe que emita carece de res litigiosa en tanto las partes no acuden voluntariamente a él, sino que les obliga la ley ante falta de acuerdo. De ahí que resulte inviable elevar el informe del experto a la categoría de laudo arbitral (pp. 123-124). Ello, a su vez, confirmaría su naturaleza

⁵³ Apréciase el parecido con el método de valoración por flujo de caja descontado, comentado en la sección 4.4.3 precedente.

⁵⁴ Rodas realiza la atingencia debido a que la norma técnica para la elaboración de distintos informes especiales a la cual nos hemos referido (Resolución de 23 de octubre de 1991 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, 1991) señala que el experto actúa, efectivamente, como un árbitro. Brenes (1999) señala que dicha caracterización no debe entenderse en un sentido técnico (p. 488).

impugnable, aunque su judicialización derive a la postre en retrasos en el proceso de reembolso, hecho que ya hemos resaltado líneas atrás.

Finalmente, Brenes (1999) considera que la impugnación del informe tendría por objeto su revisión, no su anulación. De ahí que, al igual que en otros supuestos de impugnación por motivación defectuosa (no por vicios internos), la revisión judicial del informe conllevaría el deber del juez de corregir la decisión inicua, sustituyéndola por una justa (p. 494).

5.3 Argentina

En Argentina, el derecho de separación se encuentra regulado principalmente en el artículo 245 del Texto Ordenado de la Ley n.º 19.550, Ley General de Sociedades (Decreto 841/84, 1984), como “derecho de receso”. La ley mencionada permite a los accionistas ejercer su derecho de separación, entre otros, en los supuestos siguientes: (i) transformación; (ii) prórroga o reconducción; (iii) transferencia del domicilio al extranjero; (iv) cambio fundamental del objeto; (v) reintegración total o parcial del capital; (vi) fusión; (vii) escisión; (viii) situaciones particulares de cambios en la administración de sociedades especiales (tales como la de responsabilidad limitada o la colectiva); (ix) situaciones especiales aplicables a sociedades con cotización bursátil; (x) subsanación judicial de ciertos elementos presentes en sociedades no constituidas según los tipos previstos por la ley.

Por otro lado, el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles lo encontramos en el quinto párrafo del artículo 245 de la Ley General de Sociedades argentina (1984). Las disposiciones a tener en consideración son las siguientes: “Las acciones se reembolsarán por el valor resultante del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias (...). El valor de la deuda se ajustará a la fecha del efectivo de pago [*sic*]”. Vemos, pues, que estamos ante un caso de valorización basada en el estado de situación financiera, mediante el cual se obtendrá un valor patrimonial.

Comenta Dasso (1985), al analizar la legislación de su país, que el mecanismo de valoración referido fue frecuentemente objeto de observación, e incluso se le imputó el

fracaso del ejercicio del derecho de separación en la práctica y su frustración como instituto tuitivo de los derechos de la minoría (pp. 323-324).

Por otro lado, se suma a las críticas que la mayoría de los autores han proferido contra valoraciones basadas en el estado de situación financiera (como es el “último balance”), al señalar que sus valores no corresponden al valor real de las acciones, toda vez que el estado financiero se realiza atendiendo a pautas económica y legales que se apartan de la realidad económica. Por ello, no es útil para la determinación del justo valor de las acciones. Entonces, la diferencia de valores que separa la realidad de los libros de la sociedad constituye un elemento que distorsiona la justicia de la valuación de las acciones recedidas (Dasso, 1985, pp. 324-325).

5.4 Colombia

En Colombia, el derecho de separación se encuentra regulado principalmente en el artículo 12 de la Ley n.º 222 de 1995 como “derecho de retiro”. La ley mencionada permite a los accionistas ejercer su derecho de separación, entre otros, en los supuestos siguientes: (i) en casos de transformación, fusión o escisión de la sociedad, en la medida que se imponga a los accionistas una mayor responsabilidad o la adopción de dichos acuerdos implique una desmejora de sus derechos patrimoniales; (ii) cuando se cancele voluntariamente la inscripción en el Registro Nacional de Valores o en la Bolsa de valores. El derecho de separación puede ser también ejercido cuando se acuerde la reactivación de la sociedad en algún momento posterior a la iniciación de su liquidación, conforme al artículo 29 de la Ley n.º 1429 de 2010.

Con relación al primer supuesto indicado en el párrafo anterior, y que resulta aplicable a acciones extrabursátiles, solamente podrá invocarse en la medida que la adopción de alguno de dichos acuerdos conlleve (a) el aumento de la responsabilidad de los accionistas; o (b) la desmejora de sus derechos patrimoniales (Neira, 2006, p. 154).

Y ¿qué se entiende por una “desmejora en los derechos patrimoniales”? El artículo señalado (artículo 12 de la Ley n.º 222 de 1995) establece como presunción que se producirá dicho escenario, entre otros, en los siguientes casos:

1. Cuando se disminuya el porcentaje de participación del socio en el capital de la sociedad.

2. Cuando se disminuya el valor patrimonial de la acción, cuota o parte de interés o se reduzca el valor nominal de la acción o cuota, siempre que en este caso se produzca una disminución de capital.

3. Cuando se limite o disminuya la negociabilidad de la acción.

Al respecto, Neira (2006) destaca que los supuestos descritos no constituyen una enumeración taxativa, toda vez que la misma ley permite alegar otras circunstancias que impliquen una “desmejora patrimonial”, lo cual a su vez tenga como consecuencia que tales supuestos admitan –en palabras del autor– prueba en contrario, conforme al Código Civil colombiano (p. 154).

Ahora bien, con respecto al mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles, existen algunas disposiciones de la Ley n.º 222 de 1995 que deben tenerse en cuenta:

Artículo 15.- Dentro de los cinco días siguientes a la notificación del retiro, la sociedad ofrecerá las acciones, cuotas o partes de interés a los demás socios para que éstos las adquieran dentro de los quince días siguientes, a prorrata de su participación en el capital social. Cuando los socios no adquieran la totalidad de las acciones, cuotas o partes de interés, la sociedad, dentro de los cinco días siguientes, las readquirirá siempre que existan utilidades líquidas o reservas constituidas para el efecto. El precio de compra se fijará en la forma prevista en el artículo siguiente.

Artículo 16.- En los casos en que los socios o la sociedad no adquieran la totalidad de las acciones, cuotas o partes de interés, el retiro dará derecho a quien lo ejerza a exigir el reembolso de las cuotas, acciones o partes de interés restantes. El valor correspondiente se calculará de común acuerdo entre las partes. A falta de acuerdo, el avalúo se hará por peritos designados por la Cámara de Comercio del domicilio social. Dicho avalúo será obligatorio. En los estatutos podrán fijarse métodos diferentes para establecer el valor del reembolso (...).

Algunas precisiones nos ayudarán a entender mejor la normativa aquí transcrita.

Para empezar, debe tenerse en cuenta que el criterio adoptado por la legislación colombiana permite el ofrecimiento de las acciones recedidas a los demás accionistas o a

la sociedad, dependiendo de si los primeros no adquirieron aquellas en todo o en parte. El precio será fijado (a) de común acuerdo entre las partes; o (b) a falta de acuerdo, por peritaje (Neira, 2006, p. 158).

Ahora bien, si los demás accionistas o la sociedad no adquiriesen en su totalidad las acciones, se deberá proceder a su reembolso. Nuevamente, en este caso, aplica el procedimiento de dos pasos descrito (fijación de valor de común acuerdo o por peritaje) (Neira, 2006, p. 158). Sin embargo, existe una disposición que llama nuestra atención, y es que el artículo 16 señala que “en los estatutos podrán fijarse métodos diferentes para establecer el valor del reembolso”.

A nuestro entender, esta disposición aplicaría únicamente para la fijación del valor de reembolso, concepto distinto al precio que puede ser pactado de común acuerdo entre el accionista disidente y los demás accionistas o la sociedad. En todos los casos, si no se llegase a un acuerdo sobre el monto del precio o del reembolso, aplicaría el peritaje prescrito por la ley; sin embargo, de llegar a un supuesto de reembolso (esto es, que no hubo adquisición de las acciones recedidas por parte de los demás accionistas o de la sociedad), el avalúo sería obligatorio, pero los estatutos podrían plantear otros métodos para llevarlo a cabo.

Por otra parte ¿quién designa al perito que realiza el avalúo prescrito por ley? Si bien el transcrito artículo 16 establece que tal designación correrá a cargo de la Cámara de Comercio del domicilio social correspondiente, hemos de tener en consideración que dicha función corresponde ahora al Superintendente de Sociedades de Colombia, toda vez que según el artículo 136 de la Ley n.º 446 de 1998, este funcionario reemplazó a la Cámara de Comercio en el rol de designar a los peritos tasadores de acciones representativas del capital social de sociedades no sometidas a vigilancia.

Para esto ¿qué rol juega la Superintendencia de Sociedades colombiana? El artículo 82 de la Ley n.º 222 de 1995 establece que dicho organismo ejerce la inspección, vigilancia y control de las sociedades comerciales. Neira (2006) señala entre sus funciones la de requerir información a las sociedades en general (p. 219), hacer seguimiento a sociedades determinadas por el Presidente de la República o por la misma Superintendencia (p. 220), e intervenir en sociedades que, no encontrándose vigiladas por alguna otra superintendencia, se encuentren en una situación crítica (de orden jurídico, contable, económico o administrativo) que, a juicio del Superintendente de Sociedades,

deba ser superada (p. 225). Como se ve, la Superintendencia de Sociedades colombiana cumple funciones incluso intervencionistas en la vida de las sociedades, teniendo una relación estrecha con las mismas.

Finalmente, el artículo 135 de la Ley n.º 446 de 1998 determina que (i) los peritos rindan su dictamen dentro del término que fije el Superintendente de Sociedades; (ii) el señalado dictamen debe ser trasladado a las partes, quienes podrán objetarlo dentro del plazo legal por error grave, o solicitar su complementación o aclaración; y (iii) de no haber objeciones, o de haber sido absueltas, el dictamen obligará a las partes y contra ello no habrá recurso alguno.

Igualmente queda la pregunta ¿cómo deberían proceder los peritos tasadores designados por el Superintendente de Sociedades colombiano? Consideramos útil para absolver tal pregunta un ejemplo bastante ilustrativo: en una Sentencia recientemente emitida por la Superintendencia de Sociedades colombiana, relativa a la valoración de acciones con ocasión del ejercicio del derecho de separación, se describió que el perito encargado (i) analizó la información contable de la compañía examinada para efectos de la valoración; (ii) verificó los procedimientos contables y administrativos en sesiones de trabajo realizadas con la propia administración de la sociedad; (iii) consultó la documentación que obra en el expediente de la Superintendencia de Sociedades (de donde nace la sentencia bajo comentario); (iv) y realizó distintos ejercicios de valoración (Sentencia de fecha 12 de marzo de 2019, 2019, p. 4).

En ese sentido, el perito llegó a aplicar distintos mecanismos de valorización de acciones, tales como (i) el de flujo de caja descontado; y (ii) el valor contable⁵⁵ (Sentencia de fecha 12 de marzo de 2019, 2019, p. 4). La Sentencia recoge cómo el perito evaluó la situación, tras aplicar dos métodos distintos de valoración, y arribó a una conclusión que fue acogida por la Superintendencia. Inclusive, en otro punto la Sentencia cita una

⁵⁵ Debe tenerse en cuenta que la Sentencia llega a afirmar que se utilizó el “valor de liquidación de sus activos” (Sentencia de fecha 12 de marzo de 2019, 2019, p. 4), método que –como hemos visto– difiere del valor contable (aquel que fue realmente utilizado). Inclusive, en otra parte de la Sentencia se afirma que “al haberse decidido continuar con las operaciones de la compañía, no podrían aplicarse valores o costos de una compañía en estado de liquidación” (Sentencia de fecha 12 de marzo de 2019, 2019, p. 7). Si bien no podríamos afirmar que se utilizó un valor de liquidación, toda vez que de la propia Sentencia se aprecia más bien el empleo de una valorización contable, sí resulta evidente que aquella cae en contradicción al emplear terminología técnica financiera.

circular de la propia Superintendencia que explica qué métodos de valorización son los más utilizados, lo cual denota sofisticación técnica en su actuar (Sentencia de fecha 12 de marzo de 2019, 2019, pp. 6-7).

La solución al problema del valor aplicable a las acciones recedidas que propone la legislación colombiana es prácticamente igual al adoptado por el ordenamiento español, que describimos en la sección 5.2 precedente. Ello, debido a que, en ambos casos, ante la falta de acuerdo sobre el valor de reembolso (o inclusive el precio de venta, en el particular caso colombiano), será un tercero designado por ley que cumpla funciones públicas quien designará al tasador de las acciones. Por otro lado, coinciden en que las partes podrán objetar la valorización realizada, lo cual deriva en una situación litigiosa y que, a la postre, genera costos para las partes (particularmente para el accionista disidente). En tal sentido, nos remitimos a los mismos comentarios realizados en la sección 5.2 precedente con respecto a esta cuestión tan relevante.

5.5 Chile

En Chile, el derecho de separación se encuentra regulado principalmente en el artículo 69 de la Ley sobre Sociedades Anónimas (Ley n.º 18.046, 1981), como “derecho de retiro”. La ley señalada permite a los accionistas ejercer su derecho de separación, entre otros, en los supuestos siguientes: (i) transformación de la sociedad; (ii) fusión; (iii) la enajenación de 50% o más del activo de la sociedad o de una filial⁵⁶; (iv) el otorgamiento de garantías para caucionar obligaciones de terceros que excedan el 50% del activo⁵⁷; (v) la creación de preferencia para una serie de acciones o el aumento, prórroga o la reducción de las ya existentes⁵⁸; (vi) el saneamiento de la nulidad causada por vicios formales de que adolezca la constitución de la sociedad o alguna modificación de sus estatutos que

⁵⁶ Siempre que la filial represente al menos un 20% del activo de la sociedad, como cualquier enajenación de sus acciones que implique que la matriz pierda el carácter de controlador (conforme al inciso 9 del artículo 67 de la Ley n.º 18.046, 1981).

⁵⁷ Excepto respecto de filiales (conforme al inciso 11 del artículo 67 de la Ley n.º 18.046, 1981).

⁵⁸ En cuyo caso tendrán derecho a separarse únicamente los accionistas disidentes de la o las series afectadas (conforme al artículo 69 de la Ley n.º 18.046, 1981).

diere este derecho; (vii) causales especiales aplicables a sociedades anónimas abiertas con alguna participación controladora del Estado; y (viii) otras causales específicas⁵⁹.

Por otro lado, el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles lo encontramos en el artículo 69 de la Ley sobre Sociedades Anónimas chilena (1981). Las disposiciones a tener en consideración son las siguientes:

El precio a pagar por la sociedad al accionista disidente que haga uso del derecho a retiro será, en las sociedades anónimas cerradas, el valor de libros de la acción y en las abiertas, el valor del mercado de la misma, determinados en la forma que fije el reglamento.

Partiendo de una interpretación conjunta con el reglamento señalado, Caballero y Lavín (2018) reformulan la regla aplicable de valoración de la siguiente manera:

La determinación del valor de las acciones a pagar al accionista disidente es, por regla general, el valor en libros, salvo que se trate de sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil, en cuyo caso el valor a pagar será el precio promedio bursátil (p. 215).

Podemos apreciar, entonces, que el mecanismo chileno de valoración de acciones ante el ejercicio del derecho de separación es idéntico al peruano, al contar con carácter dualista según las acciones coticen (o no) en bolsa, otorgando a los titulares de acciones bursátiles un valor de mercado, mientras que, a los titulares de acciones extrabursátiles, un valor patrimonial.

La obra de los autores referidos realiza una crítica del sistema de valoración chileno según ha sido expuesto, excluyendo de su estudio a las sociedades anónimas cerradas. Sin perjuicio de ello, y considerando que las críticas esgrimidas contra la valorización en libros cuentan con un sentido similar a las formuladas por el resto de la doctrina, estimamos aplicables sus aportes al tema de estudio del presente trabajo.

⁵⁹ Por ejemplo, cuando las sociedades anónimas dejen de cumplir las condiciones para estar obligadas a inscribir sus acciones en el Registro de Valores (conforme al artículo 2 de la Ley n.º 18.046, 1981) o cuando un accionista controlador adquiera más del noventa y cinco por ciento de las acciones de una sociedad anónima abierta (conforme al artículo 71 bis de la Ley n.º 18.046, 1981).

En ese sentido, Caballero y Lavín (2018) afirman que las reglas de valoración chilenas de acciones con ocasión del ejercicio del derecho de separación son disfuncionales con respecto al interés tutelado por la ley (p. 206), el cual es –para ellos– la protección del accionista minoritario frente a eventuales abusos de la mayoría, especialmente en sociedades con capital concentrado (p. 211). Consideran, más bien, que de no existir un valor de mercado (fiable), lo razonable es utilizar no un valor en libros sino técnicas de valoración de empresas en marcha generalmente aceptadas en la comunidad financiera (p. 223).

5.6 México

En México, el derecho de separación se encuentra regulado principalmente en el artículo 206 de la Ley General de Sociedades Mercantiles (Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de agosto de 1934). Comenta González Luna (1999) que dicha ley regula, de hecho, dos clases de separaciones: la separación por disidencia en materia grave y la separación en ejercicio del derecho de retiro que la ley otorga a los titulares de acciones representativas de la porción variable del capital social de una sociedad (p. 49).

En tal sentido, y además de los supuestos exclusivos para los accionistas de sociedades de capital variable y sociedades en nombre colectivo⁶⁰, la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana faculta a los accionistas a ejercer su derecho de separación, entre otros, en los supuestos siguientes: (i) cambio del objeto social; (ii) cambio de nacionalidad de la sociedad; (iii) transformación de la sociedad; y (iv) escisión.

Por otro lado, el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles lo encontramos en el artículo 206 de la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana, cuando indica lo siguiente: “(...) cualquier accionista que haya votado en contra tendrá derecho a separarse de la sociedad y obtener el reembolso de sus acciones, en proporción al activo social, según el último balance aprobado (...)”.

Sobre el particular, González Luna (1999), al analizar uno de los supuestos de retiro aplicables a sociedades de capital variable, indica que la Ley General de Sociedades

⁶⁰ Que podrían ser considerados como “de disidencia en materia grave” según el criterio de González Luna.

Mercantiles mexicana no establece cuál debe ser el precio al que deben reembolsarse las acciones, pero que la doctrina parece inclinarse a que debe ser el valor estipulado en los libros (p. 51).

Coincidimos con su precisión, toda vez que al solamente contar con un único artículo que regula el valor de reembolso aplicable, e indicar aquel que este último se realizará (i) en proporción al activo social; y (ii) según el último balance aprobado; no queda duda de que se trata del valor en libros. Por otro lado, al haber sido concebida la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana en el año 1934, basándonos en un criterio puramente historicista nos atrevemos a afirmar que el valor en libros sería la intención dada por el legislador a la norma, toda vez que aquel era el estándar en la legislación comparada de aquel tiempo.

5.7 Brasil

En Brasil, el derecho de separación se encuentra regulado principalmente en el artículo 137 de la *Lei sobre as Sociedades por Ações* (Lei n.º 6.404 de 15.12.76, 1977) como “*direito de retirada*”. Dicha ley faculta a los accionistas a ejercer su derecho de separación⁶¹, entre otros, en los supuestos siguientes: (i) creación de acciones preferentes o incremento en una clase de acciones preferentes existentes, sin guardar proporción con las demás clases de acciones preferentes; (ii) cambio en las preferencias, ventajas y condiciones para la redención o amortización de una o más clases preferidas, o creación de una nueva clase más favorecida; (iii) reducción del dividendo obligatorio; (iv) fusión; (v) escisión; y (vi) participación de la sociedad en un grupo de sociedades.

Por otro lado, el mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles lo encontramos en el artículo 45 de la *Lei sobre as Sociedades por Ações* (1977), cuyas partes pertinentes estipulan lo siguiente:

§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-

⁶¹ Con sujeción a distintas restricciones establecidas en el artículo 137 de la *Lei sobre as Sociedades por Ações* (1977).

geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º) [§ 1º El estatuto puede establecer reglas para la determinación del valor de reembolso que, mientras tanto, solamente podrá ser inferior al valor patrimonial neto contenido en el último balance aprobado por la junta general, sujeto a lo dispuesto en § 2º, si así se estipula con base en el valor económico de la compañía, a ser establecido en tasación (§§ 3º y 4º)].

§ 2º Se a deliberação da assembléia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo [§ 2º Si el acuerdo de la junta general se produce más de 60 (sesenta) días después de la fecha del último balance aprobado, el accionista disidente podrá solicitar, junto con el reembolso, un balance especial en una fecha que cumpla con dicho plazo].

§ 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo [§ 3º Si el estatuto determina la valuación de la acción para efectos del reembolso, el monto será determinado por tres peritos o por una empresa especializada, mediante un informe que cumpla con los requisitos del § 1º del art. 8º y con la responsabilidad prevista en el § 6º del mismo artículo].

§ 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou trílice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembléia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto [§ 4º Los peritos o la empresa especializada serán indicados en una lista de seis o tres, respectivamente, por el Consejo de Administración o, en su defecto, por la administración, y elegidos por la Junta General en acuerdo adoptado por mayoría absoluta de votos, sin

contar los votos en blanco, correspondiendo a cada acción, independientemente de su tipo o clase, un voto].

De esta forma, en Brasil existe un criterio dual para la valorización de las acciones extrabursátiles: (a) si el estatuto no contiene ninguna regla al respecto, el monto del reembolso será igual al valor en libros de la acción, conforme al último estado de situación financiera aprobado por la junta general de accionistas⁶²; o (b) el estatuto puede estipular que el monto del reembolso se fije de acuerdo con el valor económico de la acción, a ser determinado en una valorización realizada por tres peritos o por una empresa especializada, cuyo nombramiento debe ser aprobado por la mayoría absoluta del capital social (Portal do Investidor, s. f., párr. 17-18).

Con relación a los mecanismos referidos, consideramos una buena alternativa aquella en la cual el estatuto pueda estipular una valorización *ad hoc*. Sin embargo, para efectos del derecho de separación, debe tenerse en consideración que el nombramiento del valuador finalmente recaerá en la mayoría accionaria, lo cual tiene como ventaja eliminar la posibilidad de impugnación del nombramiento del tasador (a diferencia de otros sistemas donde dicho experto es designado por un tercero); sin embargo, la clara desventaja que presenta es la creación de un incentivo para la posible alineación de intereses del valuador y de la mayoría que lo contrata.

5.8 Estados Unidos de América

La principal diferencia de los Estados Unidos de América con otros países de organización federal como Brasil o México radica en la inexistencia de una ley que regule a las sociedades y tenga alcance en todos los estados miembros⁶³. Por el contrario, son las distintas leyes estatales aquellas que en los Estados Unidos de América reconocen el derecho de separación bajo las denominaciones de “*appraisal right*” o “*appraisal remedy*”, las cuales contemplan un conjunto heterogéneo de supuestos en los que el

⁶² Sin embargo, de tener dicho estado financiero una antigüedad mayor a los 60 días, el accionista disidente podrá solicitar la formulación de un estado de situación financiera especial.

⁶³ Con excepción de leyes como la Securities Act de 1933, la Securities Exchange Act de 1934 o la Sarbanes-Oxley Act, de aplicación para el mercado de valores y compañías públicas (esto es, de cotización bursátil).

accionista puede abandonar la sociedad, exigiéndole que adquiriera su cuota social (Farrando, 1998, pp. 40-41). A pesar de contar con un enfoque distinto al típico derecho de separación, comparte su objetivo: otorgar una alternativa de salida al accionista de la sociedad cuando medie alguna operación con la que no esté de acuerdo (Núñez, 2018, p. 62), siempre que cumpla con los distintos requisitos que puede establecer la ley.

Para efectos de la presente sección, emplearemos el término “derecho de separación” en vez de “*appraisal right*”, que sería el adecuado.

Al contar con distintas legislaciones estatales que regulan el derecho de separación en los Estados Unidos de América, realizaremos algunas variaciones a la metodología que hemos venido empleando en el presente capítulo. De esta manera, ponderaremos qué legislación es la más importante entre todas ellas, a fin de analizar los supuestos que gatillan el ejercicio del derecho de separación y el mecanismo de valoración aplicable.

En tal sentido, existen dos cuerpos normativos en materia societaria de alta importancia en los Estados Unidos de América:

1. La *Model Business Corporation Act*: es una ley modelo que regula las sociedades comerciales y constituye la base de la regulación societaria en 32 estados y el Distrito de Columbia (American Bar Association, 2016, párr. 2). Si bien no constituye en términos estrictos una ley, es la base sobre la cual las legislaciones societarias de más del 50% de estados fueron construidas.
2. La *General Corporation Law* de Delaware: contiene la legislación societaria del estado de Delaware, en palabras de Armour et al. (2009b), el estado líder en la constitución de compañías listadas (p. 22). Ello queda en evidencia al comprobar que, para el año 2018, el 67.2% de las compañías del Fortune 500⁶⁴ fueron constituidas en dicho estado y el 82% de ofertas públicas de

⁶⁴ Ranking que lista a las 500 compañías más grandes por ingresos totales en cada año fiscal, las cuales se encuentran constituidas en los Estados Unidos de América, operan en dicho país y le reportan sus estados financieros a alguna agencia gubernamental (Fortune, s. f., párr. 1). A pesar de que no todas las compañías consideradas para el ranking se encuentran listadas (toda vez que no es un requisito necesario), muchas de ellas sí cotizan en Bolsa.

venta⁶⁵ realizadas en los Estados Unidos de América fueron hechas por empresas constituidas en Delaware (Delaware Division of Corporations, s. f.).

En consideración a que la presente investigación se encuentra enfocada en acciones extrabursátiles, y no en aquellas que cotizan en Bolsa, nos basaremos únicamente en la regulación contenida de la versión revisada al 2016 de la *Model Business Corporation Act*⁶⁶.

La ley modelo mencionada otorga a los accionistas derecho de separación, a efectos de obtener el *fair value* de sus acciones, entre otros, en los supuestos siguientes: (i) fusión; (ii) intercambio de acciones en el cual la sociedad es una parte cuyas acciones serán adquiridas; (iii) disposición de activos, si dejara a la sociedad sin una actividad comercial continua significativa; (iv) modificación estatutaria con respecto a las clases o series de acciones que reduzcan el número de acciones de una clase o serie a una fracción de una acción; (v) cambio del domicilio social al extranjero; (vi) transformación a una compañía sin finalidad lucrativa o un *unincorporated entity*⁶⁷ (American Bar Association, 2017, p. 312).

Con relación al concepto de *fair value*, la sección § 13.01 lo define como el valor de las acciones de la sociedad determinado: (i) de manera inmediatamente previa a la efectividad del acuerdo que el accionista disiente; (ii) utilizando conceptos y técnicas de valorización consuetudinarios y actuales, generalmente empleados para negocios similares en el contexto para el cual se realiza la valorización; y (iii) sin el descuento por minoría o iliquidez (salvo excepciones) (American Bar Association, 2017, p. 307).

⁶⁵ *Initial Public Offerings* o IPO, por sus siglas en inglés, acto que también es conocido como *going public*.

⁶⁶ Sin perjuicio de ello, proporcionaremos algunas ideas sobre el derecho de separación en Delaware: (i) dicha legislación permite su ejercicio únicamente en casos de fusión de la sociedad; (ii) el *fair value* será establecido en un procedimiento judicial; (iii) no se permitirá el ejercicio del derecho de separación en caso las acciones del accionista disidente puedan venderse con facilidad en un mercado líquido (Núñez, 2018, pp. 60-61).

⁶⁷ Formas organizativas o personas jurídicas artificiales que cuentan con personalidad jurídica distinta o pueden adquirir bienes inmuebles en nombre propio. Incluyen figuras como *general partnership*, *limited liability company*, *limited partnership*, etc. (American Bar Association, 2017, pp. 18-19).

Sobre el particular, señala Moll (2004) que los descuentos por minoría resultan aplicables a paquetes minoritarios de acciones, debido a que –por definición– carecen de control, con lo cual es probable que un comprador hipotético pague menos por un paquete accionario de dichas características que por uno que sí le confiera control. Por otro lado, señala que los descuentos por iliquidez resultan aplicables a acciones de compañías cerradas, debido a que estas carecen de un mercado listo para que transen en él (un “*ready market*”) y, consecuentemente, son más difíciles de vender; por tanto, es probable que un comprador hipotético pague menos por acciones de compañías cerradas que de compañías con cotización bursátil (p. 296).

Con relación al mecanismo de valoración aplicable, su regulación se encuentra en la sección § 13.24 y siguientes, y procederemos a explicarlo *grosso modo*: una vez los accionistas disidentes legitimados ejerzan su derecho de separación, la sociedad deberá pagarles en efectivo y dentro de un plazo determinado la suma que esta considere es el *fair value* de sus acciones, más intereses. La sociedad deberá proporcionar al accionista disidente, entre otros documentos, los estados financieros utilizados para la valoración, un extracto con la estimación de la sociedad respecto al *fair value* de las acciones y una declaración en la que indiquen que el accionista disidente cuenta con la posibilidad de reclamar a la sociedad un pago adicional sujeto a la valorización que este realice (American Bar Association, 2017, pp. 321-322).

En caso algún accionista disidente no se encuentre satisfecho con el monto del *fair value*, deberá proporcionar a la sociedad un cálculo por dicho concepto y requerir su pago más intereses. Si dicho accionista y la sociedad no se pusieran de acuerdo con relación al *fair value*, la sociedad deberá iniciar un procedimiento judicial para solicitar la determinación del monto del concepto mencionado más los intereses aplicables. No hacerlo dentro del plazo indicado en la ley derivará en su obligación de pagarle a los accionistas disidentes la suma mayor reclamada más intereses (American Bar Association, 2017, pp. 324-325).

Finalmente, la corte designará a uno o varios valorizadores para que recolecten información y recomienden una decisión con respecto al *fair value*. Cabe indicar que los valorizadores designados por la corte tendrán todas las facultades que esta les confiera (American Bar Association, 2017, p. 325).

Podemos apreciar que el modelo de valorización propuesto por la *Model Business Corporation Act* comparte características con el italiano, según fue expuesto en la sección 5.1, toda vez que en ambos casos (i) la sociedad realiza la primera valoración de las acciones, salvando la diferencia relativa a que en Italia se realiza antes de la junta que apruebe el acuerdo societario que gatilla el ejercicio del derecho de separación, mientras que bajo la *Model Business Corporation Act* ello ocurre de manera posterior; y (ii) en caso de desacuerdo por parte del accionista disidente con el valor ofrecido, la discusión con respecto a dicho concepto podrá judicializarse.

En ese sentido, reiteramos en parte los comentarios expuestos: la determinación del valor de las acciones por un órgano social presenta como desventaja e incentivo perverso que la mayoría accionaria pueda generar presión para que la valorización se realice a la baja. Finalmente, ante la posibilidad de que el valor se judicialice (lo cual a la postre implicará la asunción de diversos tipos de gastos), no resulta descabellado pensar que los accionistas disidentes puedan aceptar un reembolso infravalorado sin cuestionarlo posteriormente (siempre que dicha infravaloración no resulte gravemente manifiesta).

5.9 Conclusiones del capítulo V

1. Se observa que, a nivel de Latinoamérica, predominan las legislaciones que prescriben la aplicación de la valoración en libros para acciones extrabursátiles como consecuencia del ejercicio del derecho de separación.
2. Los países cuyas leyes prescriben la valoración en libros para acciones extrabursátiles en el contexto indicado (Argentina, Brasil⁶⁸, Chile y México) cuentan todos con leyes societarias que, a la fecha, tienen casi 40 o más años de antigüedad⁶⁹. Si bien todas ellas han sufrido reformas varias en su historia,

⁶⁸ Dejamos constancia de que en Brasil existe la posibilidad de pactar a nivel estatutario el mecanismo de valoración aplicable como consecuencia del ejercicio del derecho de separación. Sin embargo, la valoración patrimonial será la regla supletoria en caso el estatuto no disponga cosa distinta.

⁶⁹ Tomando en consideración que (i) la ley más reciente es la chilena (1981); y (ii) la ley argentina, en su versión original (esto es, la que es reorganizada por el texto ordenado de 1984), data del año 1972.

lo cierto es que sus mecanismos de valoración de acciones extrabursátiles en el contexto del ejercicio del derecho de separación se han mantenido en el tiempo.

3. En el caso de mecanismos de valoración de acciones extrabursátiles distintos a la valoración en libros, recogidos por cuatro de los países estudiados, la valoración se realizará (a) por un experto designado por un funcionario público (Colombia y España), o (b) por los propios funcionarios de la propia sociedad (Estados Unidos e Italia). Sin embargo, en todo caso, el informe de valoración resultante podrá ser impugnado en vía judicial, lo cual genera la necesidad de acudir al poder judicial e incurrir en costos de judicialización.
4. Para el caso de las acciones extrabursátiles, no se aprecia la existencia de soluciones para su valoración, como consecuencia del ejercicio de separación, distintas a (i) la valoración en libros (de aplicación objetiva); y (ii) la valoración de “mercado”⁷⁰ (de aplicación subjetiva). No obstante, parecería existir una tendencia en las legislaciones revisadas, según la cual el mecanismo de valoración aplicable pasaría de ser el valor en libros al valor de “mercado”.

⁷⁰ Si bien no todas las legislaciones que contemplan este modelo de valoración (Colombia, España, Italia y la *Model Business Corporation Act* estadounidense) utilizan explícitamente el término “valor de mercado”, todas orientan a que la valuación se realice aplicando mecanismos de valuación técnicamente aceptables en la práctica financiera.

CAPÍTULO VI: HACIA UNA PROPUESTA INTEGRAL DE VALORIZACIÓN DE ACCIONES EXTRABURSÁTILES COMO CONSECUENCIA DEL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN

A lo largo de este trabajo, hemos procurado agotar todos los temas vinculados con el derecho de separación y la valorización de acciones extrabursátiles que debe producirse como consecuencia de su ejercicio, tratando de exponer comentarios doctrinarios emitidos desde visiones contrapuestas. Además, hemos aterrizado en materia técnica, al explorar las alternativas que desde las ciencias económicas, contables y financieras se ofrecen para valorizar acciones extrabursátiles. Por último, hemos identificado de qué otra forma se valorizan tales acciones en la legislación comparada.

En tal sentido, consideramos que estamos en posibilidad de emitir un juicio con respecto al mecanismo aplicable de valoración de acciones extrabursátiles en el marco del ejercicio del derecho de separación regulado en el artículo 200 de la LGS, sobre la base de toda la investigación que hemos realizado y que ha sido expuesta en las páginas anteriores. A partir de ello, podremos proponer una alternativa de mejora a la regulación del instituto en la LGS.

Para tales efectos, iniciaremos este capítulo final con un recuento de nuestros hallazgos.

6.1 Recapitulación

El derecho de separación, conforme a su regulación en Perú, puede ser ejercido por el accionista cuando se susciten determinadas situaciones predefinidas por la ley o el estatuto (es decir, cuando cuente con legitimidad objetiva), las cuales serán –como regla general– acuerdos adoptados por la junta general de accionistas de la sociedad, en mérito de los cuales pueda modificarse sustancialmente la estructura de esta. Para tales efectos, el accionista deberá contar con legitimidad subjetiva; esto es, haberse opuesto

manifiestamente al acuerdo (y haber dejado constancia en el acta respectiva), haber estado ausente en la sesión de junta general de accionistas, haber sido ilegítimamente privado de emitir su voto o ser titular de acciones sin derecho a voto. Cuando el accionista cuente con legitimación objetiva y subjetiva, podrá ejercer su derecho de separación comunicando su decisión a la sociedad mediante el mecanismo y los plazos establecidos por ley.

Como consecuencia del ejercicio de su derecho de separación, el accionista perderá dicha calidad al comunicar su decisión de retirarse a la sociedad, y sus acciones serán transferidas a esta última *ex lege*, ingresando de esta forma a su autocartera sin que deba mediar acuerdo de la junta general de accionistas que lo autorice, de manera tal que el artículo 104 de la LGS no resultará aplicable para la conformación de dicha autocartera⁷¹. Posteriormente, la junta general de accionistas de la sociedad deberá reunirse para definir si incorpora definitivamente las acciones a la autocartera o si las amortiza mediante la reducción del capital social. En cualquier caso, la sociedad quedará obligada a reembolsarle las acciones a un valor determinado, en función a la calidad de aquellas: si cotizasen en Bolsa, se le pagará al accionista el valor de cotización medio ponderado de las acciones en el último semestre⁷²; si no cotizasen en Bolsa, se le pagará al accionista el valor en libros de las acciones, calculado al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación.

Pasando a otros aspectos jurídicos, vimos que el derecho de separación tiene la naturaleza de ser un derecho individual de los accionistas, con lo cual forma parte del plexo de derechos mínimos e inderogables de los mismos. Asimismo, encuentra su fundamento en la propia ley.

Las finalidades del derecho de separación en el ordenamiento jurídico peruano son dos: (i) la protección del accionista ante potenciales cambios estructurales de la sociedad, adoptados por la mayoría accionaria; y (ii) la generación de un mercado y de liquidez para las acciones recedidas. Mientras tanto, la finalidad del reembolso al cual se

⁷¹ Conforme señalamos en la sección 2.2.2.2.

⁷² El cual, según Abramovich (2011), debería computarse como el plazo de seis meses anteriores a la fecha en que la junta general de accionistas adopte el acuerdo que permita el ejercicio del derecho de separación (p. 573).

encuentra obligada la sociedad como consecuencia del ejercicio del derecho de separación es la de otorgar tutela patrimonial al accionista mediante la restitución de sus aportes a valor actualizado.

En lo que respecta a las acciones y su valoración, hemos visto que existen múltiples formas en que puede producirse una aproximación al valor de la acción. Existen métodos contables, como el valor en libros o patrimonial, y existen métodos propuestos por las finanzas corporativas, como el valor de liquidación, el valor por múltiplos y el valor por flujo de caja descontado. Estos dos últimos mecanismos de valoración resultarán útiles para hallar el valor de empresas en marcha, a diferencia del valor de liquidación, que se aplicará principalmente en situaciones opuestas: cuando no se tenga expectativa de continuidad de la empresa o cuando la misma esté sujeta a dificultades financieras. El valor en libros no es considerado, desde un punto de vista financiero, como un método técnicamente correcto para valorizar acciones que representen una compañía en marcha ni para hallar el valor real de las mismas, toda vez que es construido únicamente sobre la base de información histórica (de carácter contable) y no considera en su cálculo elementos que aportan valor, pero que no quedan registrados en la contabilidad (como los activos intangibles).

Por último, en lo relativo al derecho de separación en la legislación comparada, hemos explicado que, para el caso de las acciones extrabursátiles, no se aprecia la existencia de soluciones para su valoración, como consecuencia del ejercicio de separación, distintas a (i) la valoración en libros; y (ii) la valoración de mercado. De los ordenamientos jurídicos analizados, principalmente latinoamericanos, con la presencia de dos europeos y una ley modelo estadounidense, concluimos que la valoración en libros se encuentra sancionada únicamente en los ordenamientos latinoamericanos (con excepción de Colombia y de Brasil⁷³). Mientras tanto, en el resto de los ordenamientos (y la precitada ley modelo), se considera la realización de una valoración de mercado para hallar el valor de las acciones como consecuencia del ejercicio del derecho de separación.

⁷³ Recalamos que, en el caso de la legislación brasileña, se permite establecer en el estatuto social el método de valoración a ser empleado, con lo cual el método de valor en libros no es exclusivo para la valoración de las acciones extrabursátiles.

6.2 ¿A qué debería apuntar la valoración de acciones extrabursátiles en Perú como consecuencia del ejercicio del derecho de separación?

Hasta este punto, hemos comentado el *ser* del derecho de separación en términos conceptuales, pero, especialmente, en base a su regulación actual en Perú. No obstante, la intención de este trabajo no es limitarse a describir el instituto, sino proponer posibles cambios y modificaciones al mismo, de resultar aplicables. En tal sentido, en las próximas líneas describiremos lo que, para nosotros, es el *deber ser* del mecanismo de valoración de acciones extrabursátiles en Perú, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación.

Cuando abordamos el tema de la finalidad del reembolso a ser realizado como consecuencia del ejercicio del derecho de separación⁷⁴, vimos que esta última apuntaba a otorgar tutela patrimonial al accionista mediante la restitución de sus aportes a valor actualizado: es decir, por medio del reembolso (i) se restituye el aporte del accionista en dinero en efectivo; y (ii) el valor del aporte debe actualizarse conforme al devenir de los negocios de la sociedad. De esa forma, en términos simples, si aquellos habían ido bien, el valor debería ser mayor; si, por el contrario, tales negocios no habían resultado exitosos, el valor debería ser menor.

No obstante, concluimos que la labor del Derecho terminaba ahí: definiendo cuál resultaba siendo la finalidad del reembolso. Sin embargo, una parte importante de la misma, cual es el mecanismo de actualización del valor, debía ser definido en función a la técnica económica, contable y financiera. De ahí que en el capítulo IV abandonamos el plano estrictamente jurídico para entrar a describir lo concerniente a la valoración de acciones desde una perspectiva técnica.

Descubrimos que existen distintos métodos para valorizar acciones, cuya aplicación variará en función del contexto en que sean empleadas. Por un lado, tenemos al valor patrimonial, el cual parte de la contabilidad, herramienta imprescindible para el registro de operaciones económicas de las sociedades y la toma de decisiones vinculadas a estas. No obstante, concluimos que el valor patrimonial no resulta técnicamente correcto para valorizar acciones, toda vez que al partir de la contabilidad mostraba una

⁷⁴ Véase la sección 3.4 precedente.

situación histórica y no recogía elementos que aportan valor, pero que no quedan registrados en la contabilidad.

Por otro lado, están los mecanismos de valoración propuestos por las finanzas corporativas. Entre ellos están la valoración de liquidación, la valoración por múltiplos y la valoración por flujo de caja descontado. Cada cual cuenta con particularidades técnicas, en mérito de las cuales su aplicación se verá encauzada según las expectativas de la empresa: de ser reducidas (o de encontrarse la empresa en situación de dificultad financiera), se aplicará el primer método; de ser más bien considerables (expectativa de empresa en marcha), serán aplicados el segundo o el tercero. Esto último es también otro punto importante para tener en cuenta: los métodos de valuación financieros requieren que su aplicación sea realizada por un profesional en la materia. A diferencia del valor patrimonial, que obedece a un cálculo aritmético sencillo⁷⁵, cuya ejecución no precisa de conocimientos profundos en contabilidad; la aplicación de métodos de valoración financieros sí precisa de ejecución por parte de profesionales en la materia.

A efectos de responder a la pregunta que nos venimos planteando, debemos afrontar un doble nivel de análisis: primero, determinar si deben aplicarse criterios contables o financieros para determinar el valor del reembolso; segundo, cuál de los criterios elegidos es el más idóneo para dicho fin.

En cuanto al primer nivel de análisis, debemos resaltar que los referidos fines que persigue el reembolso producido como consecuencia del ejercicio del derecho de separación no brindan una respuesta, más allá que –según aquellos– deba actualizarse el valor de los aportes. Las finalidades del instituto o sus cualidades jurídicas, según las hemos expuesto líneas arriba, tampoco coadyuvan a solucionar la pregunta formulada. Vemos, pues, que el derrotero a transitar discurre esencialmente por un camino técnico.

En ese sentido, el comentario general de la literatura especializada, en la cual consideramos tanto a profesionales en contabilidad y finanzas como a abogados, está orientado a la aplicación de métodos financieros para hallar el valor de la acción. El

⁷⁵ Al afirmar ello, nos enfocamos únicamente en la forma de obtención del valor patrimonial, sin entrar a tallar en el presupuesto básico para su formulación (la preparación de un estado de situación financiera por un contador), toda vez que partimos de la premisa de que tales estados financieros existirán al estar obligadas las sociedades peruanas a llevar una contabilidad.

fundamento es claro: la valoración patrimonial se reduce a una operación aritmética que no toma en consideración el buen (o mal) funcionamiento de los negocios para el momento en que se realiza la valuación (sin perjuicio de denotar la existencia de utilidades o pérdidas), ni el valor de elementos intangibles que no están incorporados en los estados financieros que con regularidad se preparan, con lo cual no puede afirmarse que, en estricto, el valor patrimonial arroje un valor actualizado de la acción. Sin embargo, el valor patrimonial es fácil de hallar y en ese punto está su fortaleza. Entendemos que cuando se formuló originariamente el derecho de separación, y se arribó al debate de cómo calcular el reembolso de la acción, resultaba imperante en la práctica contable una visión histórica muy fuerte⁷⁶, con lo cual creemos que –en dicho contexto– la forma perfecta para encontrar el valor actualizado de una acción extrabursátil consistió en restar de los activos el valor de los pasivos: así podía encontrarse exactamente todo aquello que “corresponde” a los accionistas conforme al estado de situación financiera (esto es, el patrimonio neto).

Ahora bien, la crítica contra el valor en libros se agudiza cuando consideramos la existencia de un criterio dualista con respecto a los mecanismos de valoración en el artículo 200 de la LGS. Por un lado, tenemos un valor de mercado aplicable a las acciones con cotización bursátil, mientras que de otro lado tenemos un valor contable (histórico) aplicable a las acciones extrabursátiles. Dicha inconsistencia ha sido ya advertida por Olaechea, quien cuestionó la adopción de un doble criterio en el Anteproyecto de la LGS (que, con relación al artículo 200, fue respetado rigurosamente por el Congreso de la República), y señaló que la fórmula que se adopte (con respecto a las acciones extrabursátiles) debía llevar a un valor relativamente análogo al aplicable en el caso de acciones bursátiles (como se citó en Hundskopf, 2010, p. 266).

⁷⁶ Sobre el particular, Parker (1968) señala que, si bien existían mecanismos de valuación de inversiones financieras basadas en el valor presente de aquellas desde fines del siglo XVI, recién a partir de las décadas de 1950 y 1960 se generó interés alrededor de los métodos de valuación por descuentos de flujos y el empleo de estos comenzó a extenderse, retraso debido muy probablemente al sesgo hacia el registro histórico presente en la formación de los contadores (p. 71). En ese sentido, el autor señala que la profesión de contador que se desarrolló en el siglo XIX se concentró mucho más en el registro histórico que en la toma de decisiones, con lo cual en su rol de asesores financieros los contadores se volvieron hacia metodologías basadas en los estados financieros tradicionales (p. 70) y la información histórica que estos arrojaban. Coincidentemente, el nacimiento del derecho de separación y el establecimiento del valor en libros como mecanismo para determinar el valor de las acciones extrabursátiles recedidas datan de fines del siglo XIX.

En el contexto contemporáneo, lo razonable es que el Derecho se actualice. El estado de la técnica contable y financiera evoluciona, se hace más sofisticado, y en ese sentido el Derecho debe recoger tales innovaciones e integrarlas, a fin de no quedar desfasado. En virtud de todo ello, consideramos que, respecto al primer nivel de análisis, debemos optar por los métodos de valorización de mercado que ofrecen las finanzas corporativas, por ser actuales, más precisos y técnicamente correctos (sin afirmar, evidentemente, que sean perfectos), a diferencia del valor patrimonial. En consecuencia, sostenemos que, con relación a las acciones extrabursátiles, deberían utilizarse los referidos métodos de valorización de mercado como mecanismos de actualización del valor de las acciones extrabursátiles, para efectos del cálculo del reembolso a pagar por la sociedad a favor del accionista disidente que ejerció su derecho de separación.

Ahora bien, ¿cuál de todos los métodos de valoración de las finanzas corporativas debería resultar aplicable? La respuesta a esa pregunta no puede ser abordada en estas líneas puesto que dependerá de múltiples factores. Lo mencionamos en una cita en la sección 4.2: “valuation is an art rather than a science” [la valoración es un arte antes que una ciencia]. Con ello, debe quedar claro que consignar legislativamente un solo método de valoración, de todos aquellos ofrecidos por las finanzas corporativas, resultaría antitécnico y sería a todas luces un error. La multiplicidad de variables y factores que pueden afectar una valoración hacen que cualquier norma quede reducida en sus funciones. Incluso, como notamos en una sentencia que citamos en la sección 5.4, puede resultar de aplicación la valoración en libros, si el contexto lo amerita.

Considerando lo anterior, podemos afirmar que hemos arribado a una conclusión en un primer término: la valoración de acciones extrabursátiles, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, debe ser establecida por un especialista empleando los métodos de valoración que estén presentes en la práctica de las finanzas corporativas. Ello conlleva la ventaja, además, de que al no circunscribir la solución del problema a un método en particular, las ciencias financieras pueden evolucionar, sin que la norma quede desfasada.

Sin embargo, esta conclusión a la que hemos arribado no es definitiva ni constituye nuestra propuesta de modificación. Existen algunos aspectos adicionales que debemos ponderar a efectos de ofrecer un mecanismo de valoración de acciones que reemplace al actualmente regulado en el artículo 200 de la LGS.

6.3 Nuestra propuesta de modificación

Comenzamos esta sección señalando lo evidente: el artículo 200 de la LGS es bastante restrictivo en su regulación y no permite que su contenido pueda ser modificado en el estatuto. Por un lado, ello lo entendemos: el derecho de separación ofrece un marco de protección a los accionistas, por lo que la posibilidad de modificarlo podría constituir un incentivo para que, mediando acuerdo mayoritario, dicha protección quede mermada. Sin embargo, si se busca mantener o incrementar la protección ofrecida por el derecho de separación al accionista ¿no debería ser ello permitido?

En ese sentido, nuestra propuesta parte de la premisa de que el derecho de separación debe constituirse, fundamentalmente, como un derecho de mínimos: esto es, un derecho que establezca un marco mínimo de protección para los accionistas, pero que no los limite si desean reforzarlo.

Iniciamos, pues, con nuestra explicación de cómo debería funcionar el mecanismo de valoración aplicable a las acciones extrabursátiles en el marco del ejercicio del derecho de separación.

6.3.1 Prelación entre potenciales adquirientes de las acciones

Ejercido el derecho de separación, la regulación actual considera que la sociedad debe pagar por el “divorcio” que tiene con el accionista disidente, lo cual a la postre genera un perjuicio patrimonial. Sea con cargo a beneficios y reservas libres o al capital social, el patrimonio neto termina resultando afectado. Consideramos que ello no tiene por qué ser así.

En ese sentido, estimamos importante establecer “líneas de defensa” del patrimonio social. Para ello, nos basaremos en los ejemplos que nos ofrecen las legislaciones de Italia y de Colombia: si las acciones pueden ser adquiridas por otro accionista o, incluso, un tercero ¿no resulta acaso conveniente a efectos de salvaguardar el patrimonio social y permitir la salida del accionista disidente? Por tal motivo, consideramos que, una vez ejercido el derecho de separación, la totalidad de acciones del accionista disidente debería ser ofrecida en venta a los demás accionistas de la sociedad,

a prorrata de sus respectivas participaciones en el capital social, lo cual constituiría un derecho de primera oferta (conocido en inglés como *right of first offer*) a favor de tales demás accionistas. En caso estos no adquieran en todo o en parte las acciones recedidas, aquellas podrán ser ofrecidas en venta a terceras personas (dentro de las cuales podrán ser considerados los demás accionistas de la sociedad).

De quedar acciones sin ser adquiridas por los demás accionistas o por terceros, la sociedad deberá reembolsar el valor de aquellas al accionista disidente. Así, será la sociedad quien tendrá el mayor interés en que las acciones sean adquiridas antes que reembolsadas, puesto que en este último escenario el pago correrá por cuenta suya, con lo cual podrá coadyuvar en la colocación en venta a terceras personas del paquete accionario recedido.

Con relación al precio a pagar, proponemos que el precio lo fije el accionista disidente para la “primera línea de defensa” (esto es, el derecho de primera oferta a favor de los demás accionistas de la sociedad). La adquisición se realizaría según procedimiento de dos ruedas, siendo que (i) en la primera, cada accionista podría adquirir acciones hasta por el número que equivalga al porcentaje de su participación en el accionariado de la sociedad (sin considerar en el total las acciones del accionista disidente), y (ii) en la segunda rueda, quienes adquirieron acciones en la primera rueda podrían comprar las acciones remanentes considerando su participación en un nuevo universo accionario *ad hoc*, que tomaría en cuenta la tenencia de acciones de los participantes en la segunda rueda (incluyendo las acciones adquiridas en la primera rueda). Si los accionistas de la sociedad no adquirieran la totalidad de las acciones recedidas, sencillamente se avanzaría en la prelación (esto es, de accionistas a terceros) y, si no hubiera adquirentes de las acciones, la sociedad tendría que reembolsarlas. Cabe indicar que solo la venta a terceros constituiría una norma supletoria y derogable en el estatuto, en caso desee mantenerse el *statu quo* accionario de la sociedad (relevante especialmente para sociedades anónimas cerradas).

Esta propuesta podría refutarse bajo la premisa de que un intercambio de acciones podría producirse igualmente sin que el derecho de separación haya sido ejercido, resultando así un contrato de compraventa de acciones el medio idóneo para implementarlo. Ante una crítica como la descrita, consideramos que el mecanismo descrito no resulta redundante, pero sí beneficioso: al terminar siendo en última instancia

la sociedad quien deba reembolsar las acciones recedidas, cuenta así con un incentivo para ayudar al accionista disidente a colocar sus acciones en las carteras de inversión de los otros accionistas o de terceros. Así, la sociedad se ve beneficiada porque, de resultar ejercido el derecho de separación, tiene la posibilidad de contar con dos “líneas de defensa” antes que ver afectado su patrimonio; mientras que el accionista disidente se ve también beneficiado, porque de una forma u otra encontrará un mercado para sus acciones a un valor que pueda resultarle satisfactorio.

Indicada nuestra sugerencia relativa al establecimiento de una prelación entre los potenciales adquirientes de las acciones recedidas, pasaremos al principal tema que nos ocupa: los mecanismos de valoración de acciones.

6.3.2 Mecanismos de valoración

La elección de los mecanismos de valoración aplicables a las acciones extrabursátiles ante el ejercicio del derecho de separación, siempre que no exista acuerdo entre la sociedad y el accionista disidente respecto del valor de reembolso, debe obedecer a cuestiones no solo puramente técnicas sino prácticas, partiendo además de la premisa ya citada: que la voluntad de los accionistas pueda superar a la ley, sin que esta última deje de tutelarlos al establecer un nivel de protección mínimo imperativo que, en todos los casos, debe respetarse.

Por tal motivo, nuestra propuesta va dirigida a elegir un modelo de valoración de acciones extrabursátiles inspirado en el brasileño, expuesto en la sección 5.7 precedente, que permita a los accionistas elegir el mecanismo de valoración que les parezca más conveniente. Proponemos, entonces, lo siguiente: que la norma supletoria sea la valorización en libros (según se encuentra regulada actualmente), pero que, en todo caso, pueda establecerse a nivel estatutario la realización de una valoración de mercado por un experto en la materia o lo que se considere conveniente. Por supuesto, dejando a salvo la posibilidad (mas no obligación) de que sean las propias partes quienes, en primer lugar, se pongan de acuerdo para definir el valor del reembolso.

Ya hemos resaltado todos los inconvenientes técnicos que tiene el valor en libros como método valorizador de acciones; además, hemos apuntado que resulta contradictorio que la norma establezca un régimen dual para la valoración de acciones,

permitiendo que los titulares de acciones bursátiles obtengan un valor de mercado al separarse, mientras que los titulares de acciones extrabursátiles se limiten a obtener un valor patrimonial. Sin embargo, a pesar de las razones teóricas que rechazan la valoración en libros como un mecanismo idóneo para obtener un acercamiento más realista al valor de mercado de la acción, existe una justificación de orden práctico que ya hemos identificado y expuesto en anteriores secciones, y que nos parece un motivo de gravedad para poder decantar, finalmente, por una alternativa: la practicidad del método.

La obtención del valor en libros es una operación sencilla porque es aritmética: no toma en consideración proyecciones sujetas a la subjetividad del valuador. Por ello, hemos afirmado que constituye un método objetivo, donde el número es uno y es claro. Es cierto que puede verse influenciado por la propia labor del contador y de los criterios que adopte este último, así como también es cierto que los estados financieros ordinarios no recogen el valor de distintos activos intangibles, entre otras críticas expuestas. Sin embargo, a pesar de que es una solución imperfecta, es una solución eficaz, al fin y al cabo. De hecho, es en virtud del estado de situación financiera que pueden realizarse evaluaciones sobre la solidez patrimonial de la sociedad e, incluso, determinarse si pueden repartirse utilidades. De esta forma, no puede negarse que hay una relación directamente proporcional entre el estado de situación financiera y el curso de los negocios de la sociedad: si estos han sido exitosos, el patrimonio neto debería reportar ganancias; en caso contrario, este último debería reportar pérdidas.

Es precisamente en el plano práctico que venimos comentando, que los métodos de las finanzas corporativas nos resultan de complicada aplicación. Para llevar a cabo una valoración de acciones mediante la intervención de un especialista en la materia, se requiere de dos recursos importantes: tiempo y dinero. Por ejemplo, la aplicación de un método de flujo de caja descontado requiere no solo de la revisión de documentación contable, sino de la construcción de proyecciones y modelos en base a las expectativas de la administración de la sociedad, con quienes el experto valuador debe reunirse. Todas esas labores toman tiempo al experto, quien debe contar con un plazo razonable para realizar sus labores de la mejor manera posible. Sin embargo, el hecho de que se le otorgue un plazo para ello no implica que, una vez comunique sus resultados, la sociedad deba realizar el desembolso. Por el contrario, lo razonable es proporcionarle un tiempo a la sociedad para que decida con cargo a qué recursos patrimoniales pagará el valor

determinado por el experto al accionista disidente. Ello, a la postre, implica mayor cantidad de tiempo para este último sin contar con el dinero líquido.

Por otro lado, la intervención de un experto constituirá un trabajo que debe ser remunerado. Ante tal escenario, la sociedad estaría asumiendo dos pasivos: (i) el pago del reembolso al accionista disidente; y (ii) el pago de los honorarios del experto valorizador (en el entendido que, al ser un derecho a favor del accionista, consideramos que este no debe incurrir en gastos vinculados con la obtención del reembolso de su cuota de participación).

Ahora bien, el trabajo del valuador, como hemos visto, puede ser objeto de impugnación por las partes, salvo que estas se hayan sometido expresamente a su mero arbitrio (en cuyo caso, extrapolando la regulación de la figura del “arbitrador” contemplada en el artículo 1408 del Código Civil, su decisión solo podrá ser impugnada de haber procedido de mala fe). Sea que ofrezca un valor demasiado alto a ojos de la sociedad, o demasiado bajo a ojos del accionista disidente, la posibilidad de impugnar el informe queda abierta a efectos de evitar que eventuales errores en la valuación puedan afectar el valor de reembolso. Ello es evidente al constatar que, en todas las legislaciones que prescriben que un experto designado por una tercera parte (principalmente, una entidad pública) valore las acciones, el informe que contenga sus conclusiones sea pasible de impugnación ante la jurisdicción ordinaria.

El Poder Judicial es la vía principal en la que se dirimen las controversias en Perú⁷⁷, y en la práctica es un poder del Estado con sobrecargo de labores. Dicha realidad no solo es anunciada por medios de comunicación⁷⁸, sino que es aceptada por el mismo Poder Judicial. De esta forma, vemos que si bien en el año 2019 hay aproximadamente 1.06 expedientes resueltos por cada expediente ingresado⁷⁹ (situación positiva, dentro de

⁷⁷ Salvo que la controversia verse sobre una materia arbitrable y exista acuerdo entre las partes de someterla a arbitraje.

⁷⁸ Véase una reciente noticia de un diario local: <https://elcomercio.pe/lima/judiciales/judicial-corte-superior-lima-declaran-emergencia-sobrecarga-procesos-justicia-papel-noticia-661140-noticia/?ref=ecr>

⁷⁹ Considerando 1’701,921 procesos resueltos y 1’605,728 procesos ingresados a fines del año 2019.

todo), lo cierto es que el mismo año la tasa de congestión⁸⁰ de la especialidad civil a nivel nacional fue de 1.93 y, en particular en el distrito judicial de Lima, fue de 2.15 (sin considerar la carga de distritos judiciales inmediatamente próximos como Callao, Lima Este o Lima Norte, cuyos indicadores son de 2.10, 2.17 y 1.78, respectivamente) (Poder Judicial del Perú, 2020, pp. 4, 48). Téngase presente que, por razones de especialidad, los temas societarios deben tratarse en juzgados civiles⁸¹.

En virtud de lo mencionado, consideramos prudente implementar una regla supletoria que no constituya potencialmente un sobrecosto para la sociedad ni sea, por sí misma, un aliciente para la controversia. Lo primero terminará afectando a la sociedad, mientras que lo segundo innegablemente perjudicará al accionista disidente, al tener que ver sometido su procedimiento de reembolso a un proceso judicial que, ante el contexto actual, tomará más tiempo de lo que posiblemente hubiera deseado⁸².

Con ello, no descartamos que el valor patrimonial de las acciones no pueda ser pasible de controversia. La regulación vigente del artículo 200 de la LGS, relativa a la valorización en libros de las acciones, dispone que esta última deba hacerse sobre la base de un estado de situación financiera *ad hoc*, distinto al aprobado anualmente en junta obligatoria anual. Ello genera la posibilidad de que dicho estado financiero pueda contener errores, con lo cual el accionista disidente debe tener la posibilidad de impugnarlo. Sin embargo, creemos que incluso en dicho escenario, una valorización de mercado realizada por un experto en la materia podría ser impugnada con mayores fundamentos, al constituir un método subjetivo de valuación de las acciones.

Por ello, creemos que la decisión final la deben tener los accionistas, al poder someter a su decisión una cuestión tan importante como la valoración de las acciones

⁸⁰ La tasa de congestión es un indicador utilizado por el propio Poder Judicial (2020) con el cual se trata de medir el grado de saturación que tienen los órganos jurisdiccionales. Si la tasa de congestión es mayor a 1, existe congestión en el juzgado o división del Poder Judicial en cuestión (p. 14).

⁸¹ Tomando en consideración que (i) los juzgados comerciales, dedicados a resolver conflictos en materia societaria, son una subespecialidad de los juzgados civiles; y (ii) las materias societarias deberán ser analizadas en sede de juzgados mixtos, en caso no existan juzgados civiles en determinado distrito judicial.

⁸² Dejamos a salvo la señalada posibilidad de llevar a cabo un arbitraje estatutario, la cual constituye una excepción a la regla general (sometimiento de controversias al Poder Judicial), toda vez que requiere de pacto expreso entre las partes o que el mismo figure en el estatuto social de antemano.

extrabursátiles en el marco del derecho de separación. De esta manera, mientras el mínimo legal garantizado se mantiene, se abre la posibilidad de reforzarlo de ser así considerado.

Asimismo, consideramos importante establecer supletoriamente que, de designarse a un experto que valore las acciones, las partes (esto es, el accionista disidente y la sociedad) solo podrán impugnar la valuación si dicho experto procedió de mala fe (regla similar a la contenida en el artículo 1408 del Código Civil), salvo que el estatuto permita la impugnación de aquella en otros escenarios (por ejemplo, manifiesta impericia del experto al efectuar la valuación). Ello, a fin de limitar las posibles controversias que puedan suscitarse como consecuencia de la valuación del experto.

Por último, creemos razonable que, ante la posibilidad de modificar el propio mecanismo de valoración, dicha situación pueda habilitar, a su vez, el ejercicio del derecho de separación de los accionistas que no hubieran votado a favor de tal moción (tal como ocurre en Italia, según lo descrito en la sección 5.1 precedente). Por supuesto, lo lógico es que aquellos accionistas que se separen con ocasión del cambio en el régimen de valoración de acciones estén sujetos a la configuración de aquel que resultó modificado. De esta manera, no se establece una traba al funcionamiento de la junta general de accionistas, pero tampoco se afecta el interés individual de los accionistas.

6.3.3 Cuestiones adicionales vinculadas con nuestra propuesta

6.3.3.1 Designación del experto valorizador

En atención a la premisa que indicamos anteriormente, resultaría razonable dejar decidir a los accionistas de qué forma será designado el experto valorizador que determinará el valor de las acciones extrabursátiles recedidas. Dicha posibilidad resulta plausible, toda vez que (a) serán los mismos accionistas quienes por unanimidad, al constituir la sociedad, determinarán cómo se designará al experto valorizador; o (b) será la mayoría la cual modificará el mecanismo, dejando a salvo el derecho de los accionistas que no votaron a favor de separarse bajo las reglas vigentes anteriores a la modificación.

En la universalidad de alternativas que existen para valorizar las acciones, puede procederse de múltiples formas. Por ejemplo, podría establecerse en el estatuto que el experto valorizador sea elegido, de manera aleatoria, de una lista que contenga una relación de personas (naturales o jurídicas) que puedan realizar dicha labor. Por otro lado, podría confiarse a una entidad pública la designación del tercero, siempre que exista para ello una habilitación legal, alternativa que –en opinión nuestra– es la más imparcial. Tal mecanismo se encuentra presente en Colombia y España; no obstante, en ambos casos la entidad encargada de la designación del experto (la Superintendencia de Sociedades colombiana y el Registro Mercantil español) no encuentra un símil en Perú en cuanto a sus funciones.

En el particular caso peruano, nuestra sugerencia es que sea la Superintendencia del Mercado de Valores el organismo público que pueda designar al experto valuador. A la fecha, dicha entidad cuenta con un registro de entidades valorizadoras creado en virtud de la Ley n.º 28739 y reglamentado por la Resolución CONASEV n.º 060-2006-EF-94.10, el cual podría ser utilizado como base para la designación de quien fuere a realizar la valuación de las acciones extrabursátiles. Sin perjuicio de ello, deberá existir una habilitación legal en favor de la referida Superintendencia para que pueda designar al experto valuador.

6.3.3.2 Eliminación de límites al valor de reembolso establecido mediante pacto entre las partes en ciertos supuestos

Consideramos que el límite establecido al valor de reembolso que puede acordarse entre el accionista disidente y la sociedad constituye una disposición restrictiva y perjudica al primero, ya que mediante acuerdo no podrá obtener un monto mayor al resultante de aplicar los métodos de valoración establecidos en el artículo 200 de la LGS (que dependerán según se trate de acciones con cotización bursátil o de acciones extrabursátiles).

Por un lado, entendemos que esta norma busca “evitar que por la vía del acuerdo se llegue a una sobrevaluación de las acciones que redunde en perjuicio para la sociedad” (Elías, 2015a, p. 696), mediante la fijación de límites objetivos a la capacidad de negociación de los administradores de la sociedad con el accionista disidente.

Sin embargo, no vemos por qué debe existir una restricción que limite tan severamente la libre autonomía de las partes. En ese sentido, consideramos que las restricciones para el establecimiento del valor máximo del reembolso al cual puede arribarse de común acuerdo podrían derogarse en el estatuto de la sociedad. De hecho, ello guarda coherencia con la posibilidad de pactar en el estatuto que sea un experto valuador quien determine el valor de reembolso de las acciones recedidas: al no haber un método de cálculo objetivo, resulta lógico que los administradores de la sociedad puedan negociar y acordar con el accionista disidente un valor al cual reembolsarle las acciones recedidas, sin que existan limitaciones objetivas en cuanto al monto máximo que pueden pactar. Por supuesto, ante la eliminación de los referidos límites, los administradores tendrían que negociar con el accionista disidente siempre buscando el mejor interés de la sociedad, y bajo los estándares de diligencia establecidos en la LGS.

Por tanto, proponemos lo siguiente: (i) que la solución supletoria radique en mantener las restricciones vigentes (esto es, que de común acuerdo el valor de reembolso no exceda al valor que se obtenga de aplicar los métodos de valuación objetivos establecidos en la ley), pero que nada obste para que estas últimas sean derogadas; y (ii) que, de haberse adoptado un método de valuación subjetivo para el caso de las acciones extrabursátiles (esto es, una valorización efectuada por un experto), las señaladas restricciones no resulten aplicables.

6.3.3.3 Establecimiento de fecha de corte para valorización de acciones

Como indicamos en la sección 2.2.2.3, la ley es clara al establecer la fecha de corte para la valoración de acciones extrabursátiles (valor en libros calculado al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación); sin embargo, dicha regulación puede generar escenarios en los cuales dos accionistas disidentes reciban reembolsos distintos. Ello, aunado al silencio del artículo 200 de la LGS respecto de cuál es la fecha de corte para la valorización de acciones con cotización bursátil, nos lleva a considerar que sería positivo que el referido artículo defina con mayor precisión cuál debería ser la fecha de corte.

Sobre el particular, Abramovich (2011) considera que la fecha de aprobación del acuerdo que otorgue legitimidad objetiva a los accionistas disidentes debería ser aquella

que funja como hito para determinar la fecha de corte, tanto para el caso de las acciones bursátiles como extrabursátiles (salvando la diferencia de cuál sería la fecha de corte para la valorización de ambos tipos de acciones). En ese sentido, sostiene que, para la determinación del valor de las acciones bursátiles, el último semestre debería computarse considerando la fecha en que la junta general de accionistas adopta el acuerdo que permite el ejercicio del derecho de separación; mientras que, para las acciones extrabursátiles, estima que debe considerarse como fecha de corte para el cálculo del valor de reembolso, el último día del mes anterior a la fecha de adopción del acuerdo correspondiente. En ambos casos, el autor rechaza que puedan generarse distintos valores de reembolso en virtud del momento de ejercicio del derecho de separación (pp. 573-575).

En tal sentido, suscribimos la propuesta de Abramovich y consideramos que su incorporación en la regulación actual del derecho de separación contribuirá a una interpretación más clara del funcionamiento del instituto. Por tal motivo, hacemos nuestra su propuesta.

6.4 ¿Cómo lograr un buen funcionamiento del vigente mecanismo de valoración de acciones extrabursátiles?

La propuesta que hemos indicado, y que cuenta con distintos componentes para su buen funcionamiento, puede que finalmente no resulte implementada en nuestro ordenamiento jurídico. De producirse ello, la regulación del artículo 200 de la LGS, con todas sus imperfecciones, se mantendría. Sin embargo, ello no impediría que el derecho de separación siga ejerciéndose de forma pasiva⁸³ en sociedades cuyas acciones sean extrabursátiles, de manera tal que sirva a ciertos accionistas como un mecanismo de negociación para la adopción de acuerdos a nivel de junta general de accionistas. En ese sentido ¿existe alguna forma de procurar un mejor funcionamiento del vigente mecanismo de valoración de acciones extrabursátiles?

La respuesta a dicha pregunta debe partir del universo de la contabilidad. El valor patrimonial podrá recoger un valor más cercano a la realidad (aunque con todas sus imperfecciones) si la contabilidad se mantiene actualizada. Por ello, consideramos que

⁸³ Véase la sección 3.1.1.2.

una manera en la que un accionista disidente recibirá con total justicia el reembolso de sus acciones extrabursátiles –bajo la regulación vigente– será si solicita a la sociedad una correcta elaboración del estado de situación financiera. Recomendaríamos que, en todo caso, cuente con asesoría contable externa si considera que el valor ofrecido ha sido calculado sobre la base de un estado de situación financiera preparado sin seguir las normas impuestas por la práctica contable. Inclusive, consideramos que, a pesar de que el artículo 200 de la LGS no lo permita expresamente, el accionista disidente tiene el derecho para demandar judicial o arbitralmente (mediando cláusula arbitral estatutaria) la mayor suma que debería abonársele, si los criterios contables con los que fue preparado el estado de situación financiera no son acertados.

Ahora bien, consideramos que nada obsta para que el estatuto prevea algún mecanismo con efectos similares al derecho de separación. Dicho mecanismo deberá permitirle a un accionista que cuente con legitimidad objetiva y subjetiva (según ambas sean previstas en el estatuto) retirarse de la sociedad, a cambio del pago de una suma dineraria. La regulación propia de aquel “derecho de salida” deberá explicitar claramente los requisitos, las consecuencias y los procedimientos que deseen prever los accionistas, en el entendido de que ninguno de aquellos elementos deberá colisionar con las disposiciones de la LGS. Consideramos especialmente importante prever cuál será el destino de las acciones “recedidas” en tal caso, toda vez que, de estipularse una adquisición de las propias acciones por parte de la sociedad, deberá tenerse en cuenta la regulación del artículo 104 de la LGS (con lo cual dicha adquisición deberá ser aprobada unánimemente por la junta general de accionistas en su oportunidad, a fin de que la sociedad adquiera únicamente las acciones del accionista disidente, y, además, estará sujeta a restricciones relativas a plazos y montos máximos para configurar la autocartera de la sociedad).

Por supuesto, todo mecanismo de salida de los accionistas que se pacte estatutariamente no deberá reemplazar al derecho de separación, sino que deberá complementarlo. De esta manera, los accionistas contarían con dos mecanismos de salida de la sociedad: uno de fuente estatutario y otro de fuente legal.

Por último, y en la línea de la recomendación indicada, consideramos que, de estimarlo prudente, la junta general de accionistas puede ofrecerles a determinados accionistas el reembolso de sus acciones por un monto superior al máximo legal

establecido en el artículo 200 de la LGS. Dicho ofrecimiento debería realizarse antes de que aquellos ejerzan su derecho de separación y activen, así, el mecanismo legal correspondiente.

Tal posibilidad encontraría sustento, nuevamente, en el artículo 104 de la LGS. Siempre con sujeción a los procedimientos y restricciones establecidos en dicho artículo, la junta general de accionistas puede acordar unánimemente adquirir sus propias acciones para mantenerlas en cartera, con cargo a beneficios y reservas libres. Ello, por supuesto, requeriría del concurso de los accionistas que, en todo caso, estarían dispuestos a separarse de la sociedad. En ese sentido, al existir una norma habilitante (artículo 104 de la LGS) y al amparar la junta general de accionistas su decisión en aquella, adquirir acciones por un monto mayor al valor patrimonial no contravendría el artículo 200 de la LGS.

6.5 Comentarios sobre la regulación del derecho de separación contenida en el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades

Mediante Resolución Ministerial n.º 0108-2017-JUS, publicada el 14 de mayo de 2017, fue creado un grupo de trabajo encargado de elaborar un informe técnico que contenga la revisión y propuestas de mejora respecto del Anteproyecto de la Ley General de Sociedades y otras normativas mercantiles, con la finalidad de optimizar el marco normativo vigente en la materia. El resultado del trabajo de dicho grupo quedó plasmado en el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades de fecha 4 de abril de 2018, el mismo que fue publicado por el Ministerio de Justicia peruano en su página web.

El derecho de separación encuentra su regulación en el artículo 180 del citado Anteproyecto. Algunos aspectos resaltantes de tal regulación propuesta son los siguientes: (i) queda establecido que, si una modificación sustancial del objeto social se produjese por mandato imperativo de la ley, no se concederá al accionista la posibilidad de ejercer el derecho a separarse de la sociedad; (ii) la modificación del objeto social o del régimen de transferencia de acciones debe ser sustancial, y así debe decidirlo el “órgano competente” (entendemos, la junta general de accionistas), decisión que puede ser impugnada judicialmente; (iii) queda establecido que no cabe el ejercicio parcial del derecho de separación; (iv) el derecho de separación no puede ser ejercido por quien

adquiera acciones luego de la adopción del acuerdo que da derecho a su ejercicio; (v) los supuestos recogidos por el artículo 180 (básicamente, la modificación del objeto social, el cambio del domicilio social al extranjero y la modificación del régimen de transferencia de acciones) podrán no dar lugar al ejercicio del derecho de separación, de ser así dispuesto en el estatuto o acordado por la unanimidad de los accionistas con derecho a voto (Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, 2018, pp. 77-78).

No es nuestra intención ahondar en dichos detalles, debido a que nos centraremos en el mecanismo de valorización adoptado para las acciones extrabursátiles, el cual prácticamente no presenta novedades. De esa manera, el artículo 180.7 b) del Anteproyecto referido mantiene la valorización en libros como el único método para valorizar acciones extrabursátiles; mientras tanto, el artículo 180.8 restringe la posibilidad de que en el acuerdo entre sociedad y accionista disidente las partes puedan fijar un valor de reembolso superior al obtenido mediante los mecanismos legalmente establecidos (que, para las acciones extrabursátiles, sería el valor en libros). Así, toda la regulación señalada es, esencialmente, la misma que la recogida en el artículo 200 de la vigente LGS (Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, 2018, p. 78).

Uno de los pocos cambios se observa en el artículo 180.8 del Anteproyecto: en tal caso, el directorio de la sociedad, mediante acuerdo unánime, puede autorizar que la sociedad ofrezca un mayor valor al accionista disidente por sus acciones, que aquel obtenido mediante los mecanismos de valoración recogidos por ley. El otro de los cambios puede advertirse en el artículo 180.9 del Anteproyecto: se eliminan los intereses compensatorios para el pago del reembolso, el cual todavía podrá realizarse en un término máximo de dos meses contados a partir de la fecha máxima para el ejercicio del derecho de separación, y se elimina la tasa de interés que resultaría aplicable para los intereses moratorios, con lo cual resultaría aplicable la tasa legal (y no la máxima, como es establecido en el artículo 200 de la LGS) (Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, 2018, p. 78).

Consideramos que los cambios introducidos al mecanismo de valoración, por un lado, no reducen las restricciones establecidas en la normativa vigente (toda vez que, cuando la sociedad y el accionista disidente se encuentren negociando el valor de reembolso, se precisará de acuerdo unánime del directorio para que la primera pueda pagar un monto mayor al segundo). Mientras tanto, por otro lado, reducen el nivel de

protección otorgado al accionista, toda vez que (i) este perdería dicha calidad al comunicar su decisión de separarse (considerando nuestra postura sobre el particular⁸⁴ y que el Anteproyecto no precisa nada al respecto), pero la sociedad tendría el mismo plazo (o inclusive más, debido a la fecha de inicio del cómputo⁸⁵) para pagarle el reembolso; y (ii) se le pagaría al accionista disidente únicamente intereses moratorios, mas no compensatorios, con lo cual la sociedad tendría incentivos para realizar el pago recién al finalizar el plazo de dos meses (y no antes).

Sin perjuicio de lo señalado, llama nuestra atención que uno de los aspectos más polémicos (que las acciones extrabursátiles únicamente puedan valorizarse en libros) no sea reformado por el Anteproyecto.

En términos generales, no consideramos que los cambios propuestos contribuyan de forma positiva con el derecho de separación; más bien, creemos que le reducen contenido, lo cual conlleva a una reducción de la tutela que ofrece a los accionistas. A la postre, ello podría producir que el derecho de separación, a nivel de sociedades cuyas acciones son extrabursátiles, siga limitándose a ser ejercido en forma pasiva, antes de poder desplegar sus efectos tuitivos a favor de los accionistas.

6.6 Fórmula legislativa de nuestra propuesta

Tras haber expuesto las principales ideas vinculadas con nuestra propuesta de modificación del artículo 200 de la LGS, e incluso haberlas ponderado con otras alternativas de modificación del derecho de separación en Perú, las sintetizamos en la propuesta de fórmula legislativa de modificación del citado artículo que indicamos a continuación. Cabe precisar que dicha propuesta no contempla modificaciones distintas a las tratadas en el presente trabajo.

⁸⁴ En la sección 2.2.2.1 indicamos que, al no haber disposición expresa en la ley que regule la materia, el accionista perdería dicha calidad cuando la sociedad recibiese la comunicación que el primero enviase, por medio de la cual ejerza su derecho de separación. Precisamente, una de las medidas de protección adicional que ahí comentamos es el devengo de intereses desde el efectivo ejercicio del derecho de separación, lo cual evita perjuicios al accionista por la pérdida de dicha calidad y, a su vez, constituye un aliciente para que la sociedad le pague el reembolso de la manera más inmediata posible.

⁸⁵ El artículo 200 de la LGS señala que el plazo máximo para el pago del reembolso, de dos meses, se computa desde la fecha del ejercicio del derecho de separación, mientras que el Anteproyecto dispone que dicho plazo se compute desde la fecha máxima para el ejercicio del derecho de separación.

Artículo 200.- La adopción de los acuerdos que se indican a continuación, concede el derecho a separarse de la sociedad:

1. El cambio del objeto social.
2. El traslado del domicilio al extranjero.
3. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes.

4. La modificación del mecanismo de valoración de las acciones que no cotizan en Bolsa previsto en el estatuto social. En tal supuesto, podrán separarse de la sociedad aquellos accionistas que sean titulares de acciones sin cotización bursátil, las cuales serán valorizadas empleando para tal fin el mecanismo que hubiese sido modificado.

5. En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto.

Sólo pueden ejercer el derecho de separación los accionistas que en la junta hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes, los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto y los titulares de acciones sin derecho a voto.

Aquellos acuerdos que den lugar al derecho de separación deben ser publicados por la sociedad, por una sola vez, dentro de los diez días siguientes a su adopción, salvo aquellos casos en que la ley señale otro requisito de publicación.

El derecho de separación se ejerce mediante carta notarial entregada a la sociedad hasta el décimo día siguiente a la fecha de publicación del aviso a que alude el acápite anterior.

Las acciones de quien haga uso del derecho de separación serán ofrecidas en venta por dicha persona a los demás accionistas de la sociedad para que estos las adquieran, a prorrata de sus respectivas participaciones en el capital de la sociedad. El precio de venta por acción será fijado por quien se separe de la sociedad y los demás

accionistas podrán participar en dos ruedas de adquisición: durante la primera, cada accionista podrá adquirir acciones a prorrata de su participación en el capital (sin considerar en dicho cálculo el monto de acciones en venta); mientras que durante la segunda, quienes adquirieron acciones en la primera rueda podrán comprar las acciones remanentes a prorrata, considerando el total de acciones que aquellos accionistas tengan hasta ese momento. El precio correspondiente deberá ser pagado por cada accionista adquirente en un plazo máximo de diez días, contado desde la fecha de adquisición. La administración de la sociedad se encargará de organizar y llevar a cabo el presente procedimiento, incluyendo la cobranza del precio de compra a los accionistas adquirentes y el pago de aquel a quien se separe, para lo cual contará con un plazo máximo de treinta días, contado desde la fecha en que la carta notarial señalada en el párrafo anterior sea recibida. Los plazos indicados en el presente párrafo transcurrirán de forma paralela.

De no resultar adquiridas en su totalidad las acciones indicadas en el párrafo anterior, el remanente podrá ser vendido por el accionista que se separe a cualquier tercero (incluyendo a los propios accionistas de la sociedad), en un plazo máximo de veinte días, contado desde la finalización del plazo de treinta días indicado en el párrafo anterior. El precio, forma de pago y demás condiciones serán establecidos de común acuerdo. Las disposiciones contenidas en el presente párrafo podrán ser derogadas en el estatuto de la sociedad.

En caso exista un remanente de acciones que no haya sido adquirido por los demás accionistas de la sociedad o por terceros, la sociedad lo reembolsará al accionista que se separe al valor que ambas partes puedan establecer de mutuo acuerdo, sin que dicha negociación resulte obligatoria.

De no haber acuerdo, las acciones que tengan cotización en Bolsa se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre, contado desde la fecha de la junta general que aprobó el

acuerdo en virtud del cual se ejerció el derecho de separación. Si no tuvieran cotización en Bolsa, su valor será establecido según la forma de valorización que disponga el estatuto social para tales efectos, pudiendo someter la valuación a un experto, cuyo mecanismo de designación deberá constar en el estatuto. Puede derivarse la elección del experto a la Superintendencia del Mercado de Valores, a efectos de que lo designe tomando como base a las entidades consideradas en su Registro de Entidades Valorizadoras, para lo cual deberá reglamentarse el procedimiento que corresponda. En cualquier caso, deberán respetarse las siguientes disposiciones: (i) el costo de la valuación será asumido por la sociedad; (ii) la valuación deberá ser efectuada en un plazo no mayor a dos meses; y (iii) salvo disposición estatutaria distinta, la valuación solamente podrá ser impugnada de haber procedido con mala fe el experto correspondiente. Si el estatuto no previera forma de valorización específica para las acciones que no cotizan en Bolsa, aquellas se reembolsarán al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha de la junta general que aprobó el acuerdo en virtud del cual se ejerció el derecho de separación. El valor en libros es el que resulte de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones.

Salvo disposición estatutaria distinta, el valor fijado acordado **entre accionista y sociedad** no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación que corresponde según lo indicado en el párrafo anterior, **excepto si dicha valuación fuese realizada por un experto, en cuyo caso no habrá límite al valor fijado acordado.**

La sociedad debe efectuar el reembolso del valor de las acciones en un plazo que no excederá de dos meses contados a partir de **(a) la finalización del plazo de veinte días indicado cuatro párrafos antes del presente; o (b) la obtención del valor que corresponda como consecuencia de la aplicación de la forma de valorización que disponga el estatuto social, según lo indicado dos párrafos antes del presente.** La sociedad pagará los intereses compensatorios devengados

entre la fecha del ejercicio del derecho de separación y el día del pago **del reembolso**, los mismos que serán calculados utilizando la tasa más alta permitida por ley para los créditos entre personas ajenas al sistema financiero. Vencido dicho plazo, el importe del reembolso devengará adicionalmente intereses moratorios.

Si el reembolso indicado en el párrafo anterior pusiese en peligro la estabilidad de la empresa o la sociedad no estuviese en posibilidad de realizarlo, se efectuará en los plazos y forma de pago que determine el juez a solicitud de ésta, por el proceso sumarísimo.

Es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio.



CONCLUSIONES

1. El derecho de separación, conforme es regulado en el artículo 200 de la LGS, es un derecho que permite al accionista retirarse de la sociedad cuando cuente con legitimidad objetiva y subjetiva para tales efectos. Como consecuencia de su ejercicio, la sociedad deberá reembolsarle el valor de las acciones siguiendo el mecanismo de valoración recogido en la ley, el cual variará según si aquellas cotizan o no en Bolsa.

De tratarse de acciones extrabursátiles, resultará aplicable para su valoración el valor en libros o patrimonial. Tal valor será hallado dividiendo el patrimonio neto obtenido del estado de situación financiera cerrado al último día del mes anterior a la fecha de ejercicio del derecho de separación entre el número total de acciones.

2. La naturaleza jurídica del derecho de separación es la de un derecho individual del accionista: es inherente a dicha calidad, inderogable por vía estatutaria o por acuerdo de la mayoría e irrenunciable por su titular.

Las finalidades del derecho de separación son las siguientes: (i) la protección del accionista ante potenciales cambios estructurales de la sociedad, adoptados por la mayoría accionaria; y (ii) la generación de un mercado y de liquidez para las acciones recedidas.

3. La finalidad del reembolso producido como consecuencia del ejercicio del derecho de separación es la de otorgar tutela patrimonial al accionista mediante la restitución de sus aportes a valor actualizado. De esta forma, se devuelve al accionista el valor de tales aportes, actualizado según el desarrollo de los negocios de la sociedad a la fecha del ejercicio del derecho de separación.
4. Desde una perspectiva financiera, el valor en libros no resulta técnicamente correcto para hallar el valor actualizado de las acciones, toda vez que es construido sobre la

base de información histórica de carácter contable y no considera en su cálculo elementos que aportan valor, pero que no quedan registrados en la contabilidad. Sin perjuicio de ello, presenta como ventaja la facilidad de su empleo.

5. Según datos reales obtenidos durante la investigación expuesta en el presente trabajo, los cuales tienen carácter ilustrativo y no representativo, el derecho de separación es ejercido con poca frecuencia y, principalmente, respecto de acciones que cotizan en Bolsa.

Conforme a nuestro análisis, realizado a partir de los datos reales obtenidos, el infrecuente ejercicio del derecho de separación con respecto de acciones extrabursátiles encontraría su origen en la inadecuada regulación del mecanismo de valorización de dicho tipo de acciones.

6. En la práctica financiero-corporativa existen distintos mecanismos de valoración de acciones, entre los que destacan el valor de liquidación, la valoración por múltiplos y la valoración por flujo de caja descontado.

Para efectos de la valoración de acciones extrabursátiles como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, consideramos que los métodos frecuentemente utilizados en las finanzas corporativas son técnicamente idóneos. Sin embargo, dado que deben ser practicados únicamente por profesionales en la materia, y que la labor de estos últimos contempla un alto grado de subjetividad y la sujeción a distintas variables, lo cual puede constituir un aliciente para la controversia, vemos difícil su aplicación como únicos mecanismos de valoración de acciones extrabursátiles ante el ejercicio del derecho de separación.

7. En el marco de la legislación comparada, las acciones extrabursátiles se valorizan tomando en consideración su valor contable (mediante su valoración en libros) o su valor de mercado.

Conforme a las legislaciones revisadas, no hemos encontrado una preferencia global por una u otra forma de valorizar las acciones. Sin embargo, son las legislaciones

más antiguas aquellas que prescriben una valorización patrimonial para las acciones extrabursátiles.

8. No consideramos que el vigente mecanismo de valorización aplicable a las acciones extrabursátiles en el marco del ejercicio del derecho de separación (valor en libros) deba ser reemplazado.

Por el contrario, sí consideramos conveniente que se modifique el artículo 200 de la LGS, a fin de permitir a los propios accionistas que decidan de qué forma efectuar la valorización de las acciones extrabursátiles, manteniendo como disposición supletoria el mecanismo vigente (valor en libros).

9. No hemos logrado comprobar nuestra hipótesis, toda vez que el valor de reembolso de las acciones extrabursátiles como consecuencia del ejercicio del derecho de separación no debería ser calculado, en forma imperativa, por un experto bajo criterios de valoración de las finanzas corporativas. Por el contrario, aquella debería ser una de las posibles alternativas que tengan los accionistas al elegir de qué forma valorizar las referidas acciones, manteniendo como regla supletoria la actualmente vigente en el artículo 200 de la LGS.

BIBLIOGRAFÍA

- Abramovich Ackerman, D. (2001). Algunas consideraciones acerca de la disposición de autocartera en la Ley General de Sociedades. *Ius et Veritas*, 23, 83-105.
- Abramovich Ackerman, D. (2011). El derecho de separación del accionista: Una regulación insuficiente. En *Ius et Veritas (Comp.)*, *Derecho Societario* (pp. 565-580). Lima: Ediciones Legales.
- American Bar Association. (20 de diciembre de 2016). *2016 Revision to Model Business Corporation Act Makes Its Debut* [La revisión de la Ley Modelo de Sociedades Comerciales 2016 hace su debut]. Recuperado de https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2016/12/10/mbca/
- American Bar Association. (2017). *Model Business Corporation Act (2016 Revision)* [Ley Modelo de Sociedades Comerciales (Revisión 2016)] [versión PDF]. Recuperado de https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corp_laws/2016_mbca.authcheckdam.pdf
- Anteproyecto de la Ley General de Sociedades. (4 de abril de 2018). Recuperado de https://gobpe-production.s3.amazonaws.com/uploads/document/file/194426/04_Anteproyecto_ley_General_de_Sociedades.pdf
- Armour, J., Hansmann, H. y Kraakman, R. (2009a). *Agency problems, legal strategies and enforcement* [Problemas de agencia, estrategias legales y aplicación] [versión PDF]. Recuperado de http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Kraakman_644.pdf
- Armour, J., Hansmann, H. y Kraakman, R. (2009b). *The essential elements of corporate law: what is corporate law?* [Los elementos esenciales del Derecho corporativo: ¿qué es el Derecho corporativo?] [versión PDF]. Recuperado de http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Kraakman_643.pdf
- Badenes, C. y Santos, J. M. (30 de agosto de 1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. Recuperado de <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>
- Banco Mundial. (s. f.). *Datos de libre acceso del Banco Mundial*. Recuperado de <https://datos.bancomundial.org/>

- Beaumont Callirgos, R. (2005). El Código de Comercio de 1902 y el Proyecto de Ley Marco del Empresariado aprobado por la Comisión de Justicia del Congreso de la República. *Cuadernos de investigación y jurisprudencia*, 8, 127-160.
- Bolsa de Valores de Lima. (2020). *Listado de capital en circulación al 30-09-2020*. Recuperado del sitio de internet de la Bolsa de Valores de Lima: https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/capital_30.09.2020.pdf
- Brenes Cortés, J. (1999). *El derecho de separación del accionista*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A.
- Bullard González, A. (2010). *Derecho y Economía: El análisis económico de las instituciones legales*. Lima: Palestra Editores S.A.C.
- Caballero Germain, G. y Lavín Salazar, J. (2018). El derecho de retiro como herramienta de gobierno corporativo: análisis empírico del caso chileno. *Revista de derecho privado*, 35, 205-242.
- Cabanellas de las Cuevas, G. (2006). *Derecho Societario: parte general (Vol. 10)*. Buenos Aires: Editorial Heliasta S.R.L.
- Cabanellas de Torres, G. (2007). *Diccionario jurídico universitario (Tomo II)*. Buenos Aires: Editorial Heliasta S.R.L.
- Codice di Commercio del Regno d'Italia [Código de Comercio del Reino de Italia]. (1882). Recuperado de <http://www.antropologiagiuridica.it/codecomit82.pdf>
- Colegio de Registradores de España. (s. f.). *Información del Registro Mercantil*. Recuperado de <https://www.registradores.org/el-colegio/registro-mercantil>
- Consiglio Nazionale del Notariato. (s. f.). *Società per azioni* [Sociedad por acciones]. Recuperado de <https://www.notariato.it/it/impresa/societ%C3%A0-azioni>
- Dasso, Ariel Ángel. (1985). *El derecho de separación o receso del accionista*. Buenos Aires: La Ley S.A.
- De la Fuente Gutiérrez, J. (2019). *Alternativas al nombramiento de un experto independiente en casos de derecho de separación de socios por falta de distribución de dividendos* [versión PDF]. Recuperado de <https://elderecho.com/wp-content/uploads/2019/07/DERECHO-DE-SEPARACION-ART.-348-BIS-LSC.-CUESTIONES-PROCESALES.-JUNIO-..pdf>
- De la Puente y Lavalle, M. (2007). *El Contrato en General (Tomo I)*. Lima: Palestra Editores.
- De Trazegnies Granda, F. (1999). *La responsabilidad extracontractual (Tomo I)*. Santa Fe de Bogotá: Editorial Temis S.A.

- Decreto 841/84, Texto Ordenado de la Ley General de Sociedades n.º 19.550 (30 de marzo de 1984). Recuperada del sitio de internet del Sistema Argentino de Información Jurídica: <http://www.saij.gob.ar/19550-nacional-ley-general-sociedades-n-19550-to-1984-Ins0000745-1984-03-20/123456789-0abc-defg-g54-70000scanyel?q=%28numero-norma%3A19550%20%29&o=0&f=Total%7CTipo%20de%20Documento/Legislaci%F3n/Ley%7CFecha%7COrganismo%7CPublicaci%F3n%7CTema%7CEstado%20de%20Vigencia%7CAutor%7CJurisdicci%F3n&t=2>
- Decreto Legislativo n.º 295, Código Civil. (25 de julio de 1984). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp
- Decreto Legislativo n.º 311, que modifica la “Ley de Sociedades Mercantiles” del 27 de julio de 1966, transformándola en “Ley General de Sociedades”. (12 de noviembre de 1984). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: http://spijlibre.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll/CLPperuohistorico/coleccion00000.htm/tomo00187.htm/a%C3%B1o21995.htm/mes22496.htm/dia22517.htm/sector22518.htm/sumilla22520.htm#JD_DLeg311
- Delaware Division of Corporations. (s. f.). *Annual Report Statistics* [Reporte anual de estadísticas]. Recuperado de <https://corp.delaware.gov/stats/>
- Díaz Becerra, O. A. (2010). Estado actual de la aplicación de las NIIF en la preparación de estados financieros de las empresas peruanas. *Contabilidad y Negocios*, 5(10), 5-28.
- Echaiz Moreno, D. (2012). *Manual Societario* (2.ª ed.). Lima: Grijley.
- Elías Laroza, E. (2015a). *Derecho Societario Peruano (Tomo I)*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Elías Laroza, E. (2015b). *Derecho Societario Peruano (Tomo II)*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Evans, Richard J. (2017). *La lucha por el poder*. Barcelona: Crítica.
- EY Perú. (2017). *Guía NIIF para directores 2017/2018* [versión PDF]. Recuperado de [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ey-guia-niif-2017-2018/\\$File/Ey-guia-niif-2017-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ey-guia-niif-2017-2018/$File/Ey-guia-niif-2017-2018.pdf)
- Farrando Miguel, I. (1998). *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*. Madrid: Editorial Civitas S.A.
- Fernández, P. (1 de diciembre de 2017). *Métodos de valorización de empresas*. Recuperado de <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1267987>
- Fortune. (s. f.). *Methodology for Fortune 500* [Metodología aplicable a Fortune 500]. Recuperado de <https://fortune.com/fortune500/2019/methodology/>

- Galgano, F. (1999). *Derecho comercial (Tomo II)*. Santa Fe de Bogotá: Editorial Temis S.A.
- Garrigues, J. (1987). *Curso de Derecho Mercantil (Tomo II)* (7.ª ed.). Bogotá: Editorial Temis.
- Garzón Jiménez, R. Derechos de minorías. *Revista mexicana de Derecho*, 7, 241-260.
- González Luna Marseille, S. (1999). Los derechos de retiro de los inversionistas en una colocación privada. *Ars Iuris*, 21, 44-58.
- Hualde, P.M. (2010). Capítulo IV: Asamblea. En Martorell, E.E. (Dir.); y O'Reilly, C. (Coord.), *Tratado de Derecho Comercial (Tomo VIII)* (pp. 123-173). Buenos Aires: La Ley.
- Hundskopf Exebio, O. (2001). Las personas jurídicas como fin económico. *Ius et veritas*, 22, 127-136.
- Hundskopf Exebio, O. (2009). *Jurisprudencia societaria comentada* (1.ª ed.). Lima: Universidad de Lima, Fondo Editorial.
- Hundskopf Exebio, O. (2010). Comentarios a la regulación del derecho de separación de los accionistas en la Ley General de Sociedades. *Actualidad Jurídica*, 196, 259-268.
- Hundskopf Exebio, O. (2011). Una clase especial de acciones: las acciones con derecho a veto. *Ius et Praxis*, 42, 143-166.
- Lei n.º 6.404 de 15.12.76, Lei sobre as Sociedades por Ações. (17 de diciembre de 1977). Recuperada del sitio de internet del Portal da Legislação Brasileira: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm
- León Tovar, S. H. (2018). Los derechos inderogables del accionista en la sociedad anónima como derechos mínimos fundamentales y los derechos instrumentales. *Derecho Global. Estudios sobre Derecho y Justicia*, 3(9), 13-36.
- Ley 19.550, sobre nuevo régimen de sociedades comerciales (25 de abril de 1972). Recuperado del sitio de internet del Estado argentino: <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/ley-19550-25553>
- Ley 22/2015, de 20 de julio, Ley de Auditoría de Cuentas. (21 de julio de 2015). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-8147>
- Ley 3/2009, de 3 de abril, Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. (4 de abril de 2009). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2009-5614&p=20141001&tn=2>
- Ley de 17 de julio de 1951, sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas. (18 de julio de 1951). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal Boletín

Oficial del Estado: <https://www.boe.es/datos/pdfs/BOE/1951/199/A03355-03374.pdf>

Ley de 17 de julio de 1953, sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas. (18 de julio de 1953). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado: <https://www.boe.es/datos/pdfs/BOE//1953/199/A04319-04324.pdf>

Ley n.º 1429 de 2010. (29 de diciembre de 2010). Recuperado del sitio de internet del Sistema Único de Información Normativa: <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1679908>

Ley n.º 18.046, Ley sobre Sociedades Anónimas. (22 de octubre de 1981). Recuperada del sitio de internet de la Biblioteca del Congreso Nacional de Chile: <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29473&buscar=18.046>

Ley n.º 222 de 1995. (20 de diciembre de 1995). Recuperado del sitio de internet del Sistema Único de Información Normativa: <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1655766>

Ley n.º 26887, Ley General de Sociedades. (9 de diciembre de 1997). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp

Ley n.º 27287, Ley de Títulos Valores. (19 de junio de 2000). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp

Ley n.º 446 de 1998. (08 de julio de 1998). Recuperado del sitio de internet del Sistema Único de Información Normativa: <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1660326>

Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de agosto de 1934, Ley General de Sociedades Mercantiles. (4 de agosto de 1934). Recuperado del sitio de internet de la Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión: http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144_140618.pdf

Lois Estévez, J. (1956). Sobre el concepto de “Naturaleza jurídica”. *Anuario de filosofía del derecho*, 4, 159-182.

Martínez G., S. (1980). *Nueva Ley de Sociedades Mercantiles, Ley No. 16123*. Lima: Editora Lima S.A.

Mascheroni, F. (1999). *Sociedades Anónimas: análisis del régimen legal, legislación, modelos*. Buenos Aires: Editorial Universidad.

Menger, C. (2007). *Principles of Economics* [Principios de Economía] [versión PDF]. Recuperado de https://mises.org/sites/default/files/Principles%20of%20Economics_5.pdf

- Molina Rey de Castro, F. (2003). La transformación: más allá del derecho societario. En Instituto Peruano de Derecho Mercantil (Comp.), *Tratado de Derecho Mercantil (Tomo I)* (pp. 1085-1124). Lima: Gaceta Jurídica.
- Montoya Stahl, A. (2010). “Uno es compañía...” La conveniencia de regular la sociedad unipersonal en el Perú. *Ius et Veritas*, 40, 172-195.
- Navarrete, J. (31 de mayo de 2019). *Derecho de separación: ¿desde cuándo tiene efectos su ejercicio?* Recuperado de <https://www.enfoquederecho.com/2019/05/31/derecho-de-separacion-desde-cuando-tiene-efectos-su-ejercicio/>
- Neira Archila, L. C. (2006). *Apuntaciones Generales al Derecho de Sociedades*. Bogotá: Editorial Temis S.A.
- Nobles, T., Mattison, B. y Matsumura, E. M. (2017). *Contabilidad de Horngren* (10.^a ed.). Bogotá: Pearson Educación de Colombia S.A.S.
- Núñez Copa, C. (2018). *Fusión de sociedades y derecho de separación* (Tesis para optar el título de Abogado). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa académico de Derecho. Lima. Recuperado de https://pirhua.udpe.edu.pe/bitstream/handle/11042/3483/DER-L_017.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Parker, Robert Henry. (1968). Discounted cash flow in historical perspective [Descuento de flujos de efectivo en perspectiva histórica]. *Revista de Investigación Contable/Journal of Accounting Research*, 6(1), 58-71.
- Poder Judicial del Perú. (2020). *Boletín estadístico institucional n.º 04-2019*. Recuperado de <https://www.pj.gob.pe/wps/wcm/connect/103bb2804d485fde8dc78f3325f35162/Boletin+N4-DICIEMBRE-2019F.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=103bb2804d485fde8dc78f3325f35162>
- Portal do Investidor. (s. f.). *Direito de Recesso* [Derecho de receso]. Recuperado de https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/acionistas/direito_de_recesso.html
- Ramos Padilla, C. (2004). *Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima* (Tesis para optar el grado académico de Magister en Derecho). Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Facultad de Derecho y Ciencia Política. Unidad de Postgrado. Lima. Recuperado de http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtualdata/Tesis/Human/ramos_pc/T_completo.PDF
- Real Academia Española. (s. f.). Reembolsar. Recuperado de <https://dle.rae.es/reembolsar>

- Real Academia Española. (s. f.). Reembolso. Recuperado de <https://dle.rae.es/reembolso>
- Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, Reglamento del Registro Mercantil. (31 de julio de 1996). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1996-17533>
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (3 de julio de 2010). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544&b=471&tn=1&p=20110802>
- Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. (27 de diciembre de 1989). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado: <https://boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1989-30361>
- Regio Decreto 16 marzo 1942 n. 262, Codice Civile. (4 de abril de 1942). Recuperado del sitio de internet de la Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana: <https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile;jsessionid=HjAG3EksZJ0MoYg6hXRpgw .ntc-as3-guri2b>
- Resolución de 23 de octubre de 1991, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en los supuestos establecidos en los artículos 64, 147, 149 y 225 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. (17 de diciembre de 1991). Recuperada del sitio de internet del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas: <http://www.icac.meh.es/Controladores/VerDocumento.ashx?hid=noraud0014>
- Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos n.º 200-2001-SUNARP-SN, Reglamento del Registro de Sociedades. (27 de julio de 2001). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp
- Resolución n.º 080-2001-ORLC/TR. (2001). Tribunal Registral. Recuperado del archivo de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (SUNARP).
- Resolución n.º 191-2000-ORLC/TR. (2000). Tribunal Registral. Recuperado del archivo de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (SUNARP).
- Resolución n.º 213-99-ORLC/TR. (1999). Tribunal Registral. Recuperado del archivo de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (SUNARP).
- Reyes Villamizar, F. (2000). *Transformación, fusión y escisión de sociedades*. Santa Fe de Bogotá: Editorial Temis S.A.
- Robilliard D'Onofrio, P. (2009). *Sociedades de favor: la personalidad jurídica en el desarrollo de la actividad empresarial individual en el Perú* (Tesis para optar el Título de Abogado). Universidad de Lima. Facultad de Derecho. Lima.

- Rodas Paredes, P. (2013). *La separación del socio en la Ley de Sociedades de Capital*. Madrid: Marcial Pons.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. y Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas Corporativas* (9.ª ed.). México D.F.: Mc Graw Hill.
- Schill, M. J. (2013). *Business Valuation: Standard Approaches and Applications* [Valuación de negocios: Aproximaciones estándares y aplicaciones]. Charlottesville: University of Virginia, Darden Business Publishing.
- Sentencia de fecha 12 de marzo de 2019 (Proceso n.º 2017-800-00190). (2019). Superintendencia de Sociedades. Recuperado del sitio de internet de la Superintendencia de Sociedades: https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/2019-01-057051.PDF
- Sevilla, A. (s. f.). *Renta variable*. Recuperado de <https://economipedia.com/definiciones/renta-variable.html>
- Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria. (2020). Contribuyentes inscritos según Tipo. Recuperado del sitio de internet de la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria: http://www.sunat.gob.pe/estadisticasestudios/nota_tributaria/cdro_C3.xls
- Velasco Alonso, A. (1976). *El derecho de separación del accionista*. Jaén: Editoriales de Derecho Reunidas.