

**E**l autor realiza una crítica pormenorizada al artículo 200 de la Ley General de Sociedades, crítica en la cual, propone el cambio de la categoría imperativa de la norma por una de categoría dispositiva. Establece supuestos que beneficien a la separación a favor de los inversionistas y accionistas minoritarios. Propone una regulación atractiva para hacer que las transferencias de acciones sean más dinámicas y atractivas. Todo lo anterior, con el fin de beneficiar los intereses tanto de la sociedad como de los accionistas, tutelando sus derechos de manera más efectiva.

---

## ¿Y SI NO ME QUIERO SEPARAR ASÍ? FLEXIBILIZANDO EL DERECHO DE SEPARACIÓN\*

Fernando Loayza Jordán\*\*

---

Es una regla universal que las sociedades se manejen por el principio de mando de las mayorías. Bajo este principio funcionan los distintos órganos societarios y la estructura societaria en su conjunto. Teniendo como presupuesto la facultad de las sociedades de autorregularse dentro de los límites legales; los acuerdos que dirigen y reglamentan la vida societaria se toman en los órganos correspondientes por decisión mayoritaria y los accionistas, individualmente considerados, deben someterse a la voluntad de los órganos societarios. De otro modo, las sociedades serían ingobernables. Las decisiones nunca serían unánimes y ante esa realidad, se impone la necesidad de la regla de las mayorías<sup>1</sup>.

Sin embargo, esta sujeción de las minorías a las decisiones mayoritarias se basa en la adhesión de todo accionista a ciertas reglas de juego bajo las cuales un sujeto entra a ser accionista de determinada sociedad (reglas de juego que limitan el poder de las mayorías y protegen al minoritario). Por ello, un cambio drástico de estas reglas de juego dejaría desprotegidos a los accionistas minoritarios, que si bien eran conscientes, al momento de entrar a ser accionistas, que no iban a incidir protagónicamente en la toma de decisiones, admitían esa desventaja dentro de determinados parámetros. Es completamente distinto aceptar no ser parte de una decisión menor como podría ser el uniforme de los empleados, a aceptar no ser parte de la decisión de cambiar el rubro de negocios de comida rápida a *nightclubs*.

Frente a esta situación de desventaja desproporcional, nuestra Ley General de Sociedades, Ley 26887 (en adelante, “LGS”) establece, en su artículo 200,<sup>2</sup> el derecho de separa-

---

\* Artículo ganador del PRIMER CONCURSO DE INVESTIGACIÓN JURÍDICA EN TEMAS DE DERECHO SOCIETARIO; MERCADO DE VALORES Y REGULACIÓN BANCARIA, organizado por el Equipo de Derecho Mercantil.

\*\* Alumno de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

1 Cfr. ADRIANZÉN RODRÍGUEZ, Luis Carlos. Los límites al poder de las mayorías en las juntas de acreedores. En: IUS ET VERITAS. No 20. Lima, diciembre 2012; p.200.

2 Artículo 200.- Derecho de separación del accionista

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;

ción. Éste permite que en ciertos supuestos específicos, que generen cambios sustanciales en la estructura societaria, se permita que los accionistas minoritarios se separen de la

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.

sociedad, estando ésta obligada a reintegrarles un monto equivalente a sus acciones.

Así explicado (y esta es la forma tradicional de justificar la necesidad de un derecho de separación imperativo), el derecho de separación suena perfectamente razonable y necesario para salvaguardar los intereses de los accionistas minoritarios. Sin embargo, consideramos que, como está regulado en la LGS, puede traer complicaciones que muchas veces superan sus virtudes y que es necesario flexibilizar su regulación y repensar las disposiciones normativas que le dan base. A ese fin está orientado el presente trabajo.

Por ello, haremos una breve descripción de la naturaleza jurídica del derecho de separación, para luego pasar a las disposiciones normativas concretas que lo regulan en nuestra LGS. Posteriormente, expondremos las principales críticas y supuestos problemáticos relativos al ejercicio del derecho de separación y finalmente, haremos una reflexión sobre la necesidad de mirar bajo otra óptica el derecho de separación, flexibilizando su ejercicio.

## 1. Concepto y fundamento del derecho de separación

No es intención de este artículo entrar a explicar en detalle las distintas teorías sobre la estructura societaria y el derecho de separación. Otros se adentrarán en las complicaciones de la teoría del contrato, la teoría de la ley y otras. Se trata de hacer un esbozo del concepto y fundamento del derecho de separación y este bien podría explicarse, en forma simple, en palabras de Manuel BROSETA PONT: “El derecho de separación nace así por la necesidad de armonizar el principio mayoritario para la adopción de acuerdos por la junta general con la adecuada protección de los intereses de los socios minoritarios disidentes de tales acuerdos”.<sup>3</sup>

3 BROSETA PONT, Manuel, citado por BEAUMONT

Es en efecto, un instrumento de tutela de los accionistas minoritarios. Existen esencialmente, dos clases de defensa de la minoría: la defensa de la minoría en sentido estricto y la defensa de la minoría en sentido amplio<sup>4</sup>. Cuando hablamos de una defensa en sentido amplio, estamos hablando de una defensa basada en invocar la contradicción con la ley, con los estatutos o con el interés de la sociedad. Podría decirse que más que defender al accionista minoritario, se defiende el predominio de la ley, el estatuto y/o el interés social por sobre la autonomía privada de determinados accionistas. Este sería el caso de la impugnación, establecida en el artículo 139 de nuestra LGS<sup>5</sup>.

Por otro lado, tendríamos a la defensa en sentido estricto que consiste más bien en un contraste con la premisa del principio de mayorías. Se trata de conceder a las minorías el derecho de resistir a las decisiones mayoritarias, sin otra razón que su desacuerdo con las mismas. Sin necesidad de justificar su oposición en alguna norma, o alguna transgresión

al estatuto, o alguna vulneración al interés social. Esta es la clase de defensa de minorías de la que hablamos cuando nos referimos al derecho de separación.

Estamos pues, ante un instrumento de “conciliación ante los casos de divergencia de intereses entre el socio, aisladamente considerado, y la colectividad”<sup>6</sup>, que permite ante determinadas causales, que el accionista se separe de la sociedad, para evitar que recaigan sobre él los efectos de reformas estructurales de la sociedad con las que él está en desacuerdo. Sin embargo, al ser un derecho de naturaleza contraria a la lógica cotidiana de la estructura societaria (que se guía por el principio de mayorías), debe tener causales muy concisas. No puede resistirse el minoritario a cualquier decisión de la colectividad, pues sino acabaríamos volviendo a la norma de la unanimidad, que como se explicó en la parte introductoria de este trabajo, es impracticable y conduciría a la paralización de la sociedad.

En ese sentido, estas causales deben recoger situaciones lo suficientemente traumáticas como para justificar esta excepción al proceso regular de toma de decisiones societarias (la sujeción del accionista, individualmente considerado, a la colectividad, determinada por la mayoría). Es ante estas situaciones que el derecho reacciona y le pone límites a las decisiones mayoritarias. Situaciones tales como el cambio del objeto social, la fusión de la sociedad, entre otras; que transforman radicalmente la estructura societaria. Es, en palabras de Enrique ELÍAS LAROZA, “un remedio extraordinario” por lo que “el legislador ha restringido los supuestos que originan este derecho, limitándolo a situaciones muy puntuales”<sup>7</sup>. De estas causales, nos ocuparemos posteriormente.

CALLIRGOS, Ricardo Arturo. Comentarios a la Ley General de Sociedades: análisis artículo por artículo. Lima: Gaceta Jurídica, 2007; p.490.

4 Cfr. GARRIGUES, Joaquín. Temas de derecho vivo. Madrid: Tecnos, 1978; p.107.

5 Artículo 139.- Acuerdos impugnables

Pueden ser impugnados judicialmente los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a esta ley, se oponga al estatuto o al pacto social o lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad.

Los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil, también serán impugnables en los plazos y formas que señala la ley.

No procede la impugnación cuando el acuerdo haya sido revocado, o sustituido por otro adoptado conforme a ley, al pacto social o al estatuto.

El Juez mandará tener por concluido el proceso y dispondrá el archivo de los autos, cualquiera que sea su estado, si la sociedad acredita que el acuerdo ha sido revocado o sustituido conforme a lo prescrito en el párrafo precedente.

En los casos previstos en los dos párrafos anteriores, no se perjudica el derecho adquirido por el tercero de buena fe.

6 FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El derecho de separación del socio en la ley de sociedades anónimas y la ley de sociedades de responsabilidad limitada. Madrid : Civitas, 1998; p. 60

7 ELÍAS LAROZA, Enrique. El Objeto Social, los

## 2. El derecho de separación en nuestra LGS

El derecho de separación tiene, una regulación que es, a nuestro parecer, (i) escueta por un lado, al no contemplar varios de los problemas que se generan con el ejercicio del derecho de separación; e (ii) inflexible, por el otro, al no permitir que la autonomía privada afronte estos problemas, dándole un carácter imperativo de “todo o nada” al derecho de separación. Expondremos, de forma concisa, las características con las que nuestra legislación regula el derecho de receso<sup>8</sup>, para luego analizarlas desde un punto de vista crítico y propositivo.

### 2.1 Causales

Como se ha explicado, la naturaleza excepcional del derecho de separación implica que sus causales estén expresamente contempladas, ya sea en la ley o en el estatuto. En el artículo 200 de la LGS podemos observar tres causales generales, que describen acontecimientos que el legislador califica como lo suficientemente gravosos para la estructura societaria como para ejercer un derecho de separación; y una causal que permite la ampliación de causales por pacto y que hace referencia a otros casos particulares en los que se aplica. Revisemos estas causales brevemente.

#### 2.1.1 Cambio del objeto social

El objeto social es uno de los elementos estructurales de la sociedad. El fin social es “la razón misma por la que la sociedad se constituye”<sup>9</sup>. Es teniendo en cuenta los pa-

rámetros de este objeto social que el inversionista se vuelve accionista de determinada sociedad. Es el objeto social el que le describe el rubro de negocio al que se dedicará la sociedad y por tanto, aunque sea de manera escueta, el riesgo que asumirá el inversionista<sup>10</sup>. Los accionistas “deben tener la tranquilidad de que sus inversiones son destinadas a la realización del objeto social que consintió al momento de constituir la sociedad o que conocía al momento de ingresar a la sociedad por la vía de la adquisición de acciones”<sup>11</sup>.

Parece tener sentido que un accionista que confía en el objeto social como límite al riesgo asumido pueda ejercer medios de defensa frente a una decisión societaria que involucre una modificación del objeto social. Sin embargo, este derecho no podría activarse ante cualquier modificación del objeto social, pues no toda modificación implicaría un cambio de estructura societaria o una asunción de un riesgo adicional.

Podría tratarse de una modificación que especifique o genere cambios poco relevantes en cuanto a riesgo económico. La doctrina habla pues de la necesidad de una modificación trascendente para que se active el derecho de separación. En palabras de Manuel BROSETA PONT, una “mutación substancial de la actividad”<sup>12</sup>. La determinación de qué cambio en el objeto social es trascendente o no, es un problema sin respuesta definitiva, al que haremos alusión más adelante.

2000; p. 409.

10 Cfr. FERRERO DIEZ CANSECO, Alfredo. La función e importancia del objeto social en las sociedades mercantiles. En: IUS ET VERITAS. Año 7. No. 13. Lima: IUS ET VERITAS, 1996; p.165

11 HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. La actividad empresarial de las sociedades anónimas y el alcance de la representación societaria. En: IUS ET VERITAS. Año 16. No 35. Lima: IUS ET VERITAS, 2007.

12 BROSETA PONT, Manuel. Cambio de objeto. Estudios en Homenaje a Joaquín Garrigues. Volumen I. Madrid: Tecnos, 1971; p. 58.

alcances de la representación y los actos “ultra vires” en la Nueva Ley General de Sociedades. En: Derecho & Sociedad. Año 9. No. 13. Lima: Derecho & Sociedad, 1998; p. 168.

8 Otro nombre con el que se conoce al derecho de separación, sobretodo en literatura española, es el de derecho de receso.

9 ELÍAS LAROZA, Enrique. Derecho Societario Peruano. Obra Completa. Lima: Ediciones Legales,

### 2.1.2 Traslado de domicilio al extranjero

Las consecuencias del traslado de domicilio al extranjero son, principalmente, pragmáticas. Un inversionista peruano tendrá graves dificultades para ejercer sus derechos como accionista (en especial, sus derechos políticos) si se le ocurre a la mayoría del accionariado cambiar su domicilio al extranjero<sup>13</sup>. Tal vez genere grandes réditos económicos por ahorro fiscal y mejores condiciones de inversión, pero dificultaría notablemente la posibilidad del accionista de ejercer derechos tales como el de participación y fiscalización. Esto dejaría al accionista minoritario en un estado de indefensión, por lo cual se le permite ejercer el derecho de separación, evitando estar en un estado de riesgo que no tenía previsto al momento de invertir en la sociedad.

### 2.1.3 Limitaciones a las transferencias de acciones

Esta causal tiene un doble supuesto: (i) el que se coloquen limitaciones o prohibiciones a las transferencias de acciones (o aumenten las limitaciones y prohibiciones) o (ii) que se eliminen o se reduzcan las limitaciones ya estipuladas. En palabras simples, que se modifique la capacidad de disposición de los accionistas sobre sus acciones.

Un estatuto que no ponga ninguna limitación a las transferencias de acciones permite que el minoritario pueda entrar a la sociedad confiado en la posibilidad de tener determinado grado de liquidez, liquidez que tiene relación directa con el riesgo asumido (que tan fácil me puedo deshacer de las acciones en caso algo comience a ir mal en la sociedad) y que este grado de liquidez se verá protegido por el derecho de separación que desincentivará que la sociedad modifique su régimen de transferencia de acciones.

Además, si estamos ante una regulación con poderosas limitaciones a la transferencia de acciones, ésta da seguridad al accionista minoritario que, a pesar de su mínima capacidad de incidir en las decisiones societarias, el accionariado (que el inversionista conoce previamente) va a mantener su composición, o al menos va a ser difícil de modificarse. Esto podría ser importante para el accionista en el caso en que su principal razón para invertir en la sociedad es el *know-how* y la solidez empresarial de los demás accionistas y de los directores que éstos han designado.

### 2.1.4 Otras causales establecidas en la Ley y en el estatuto

Hay muchas otras causales establecidas en la LGS que abren la puerta al derecho de separación. Se establece el derecho de separación cuando: (i) se realiza una modificación de programa en una constitución societaria por oferta a terceros<sup>14</sup>; (ii) se produce una diferencia en la verificación del valor de aportes no dinerarios<sup>15</sup>; (iii) en las sociedades anónimas cerradas, cuando se modifique el régimen de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o el régimen del derecho de adquisición preferente<sup>16</sup>; (iv) en las sociedades anónimas abiertas, cuando acuerdan excluir del Registro de la SMV sus acciones y perder su calidad de sociedad abierta<sup>17</sup>; y (v) se realizan operaciones societarias de transformación<sup>18</sup>, fusión<sup>19</sup> o escisión<sup>20</sup>.

Además el derecho de separación se encuentra en otras formas societarias distintas a la sociedad anónima: en la sociedad colectiva<sup>21</sup>; en la sociedad comercial de responsabilidad li-

13 Cfr. ELÍAS LAROZA, Enrique. Óp cit.; p.410.

14 Artículo 63 de la LGS

15 Artículo 76 de la LGS

16 Artículo 244 de la LGS

17 Artículo 262 de la LGS

18 Artículo 338 de la LGS

19 Artículo 356 de la LGS

20 Artículo 385 de la LGS

21 Artículos 276 y 277 de la LGS

mitada<sup>22</sup>; en la sociedad civil<sup>23</sup>; y en la sociedad en comandita<sup>24</sup>.

Por último, nuestra LGS permite que el estatuto societario regule otras causales del derecho de separación que quieran adicionar los accionistas. Algunos supuestos que se suelen establecer en los estatutos tienen que ver con el régimen de reparto de utilidades o con el cambio de control de la sociedad.

## 2.2 Procedimiento

Luego del acuerdo que da lugar al derecho de separación, la sociedad debe publicar tal acuerdo dentro de los 10 días siguientes a su adopción, según los términos establecidos en el artículo 200 de la LGS. En atención a esta publicación, los accionistas legitimados para ejercer el derecho de separación que deseen ejercerlo lo comunican a la sociedad (mediante carta notarial entregada a la sociedad hasta el décimo día siguiente a la fecha de la publicación). Por último, se valorizan (por acuerdo; o en su defecto por su valor en libros, en acciones no listadas en bolsa o su cotización en bolsa, en caso estén listadas) y pagan las acciones al sujeto que se separa, dentro de un plazo de dos meses desde el ejercicio del derecho de separación (devengándose intereses compensatorios durante esos dos meses e intereses moratorios pasados los dos meses). Sobre los problemas y desventajas de la regulación sobre la valorización de las acciones hablaremos más adelante.

## 2.3 El derecho de separación como norma imperativa

Previamente a enumerar y exponer nuestras críticas al derecho de separación, cabe aclarar que estas parten del carácter imperativo que le otorga nuestra regulación

societaria. De ser una norma dispositiva (como deberían ser, en principio, las normas societarias), los problemas relativos a su aplicación caerían en el campo de la responsabilidad de los accionistas que pactaron su existencia o del accionista que entró a la sociedad consciente de que así había sido regulada su estructura.

Además, se hace la precisión de que no sólo es inválido todo pacto que excluya el derecho de separación, sino también todo pacto que haga más gravoso su ejercicio. El sentido de la norma parecería dar a entender que la regulación imperativa del derecho de separación es intocable, incluso en detalles respecto a su procedimiento, por lo que la flexibilización del derecho estaría necesariamente en una reforma normativa. Pasemos ahora a analizar algunos de los problemas que se generan a partir de esta regulación imperativa.

## 3. Críticas al derecho de separación

### 3.1 Reducción patrimonial atenta contra la solidez del capital social

Una de las críticas más clásicas al derecho de separación es que el ejercicio de este “provoca una minoración de recursos societarios que puede devastar el patrimonio social”<sup>25</sup>. Así, se pretende desincentivar la toma de determinados acuerdos, al existir un elevado riesgo a la toma de los mismos (el riesgo de que los accionistas minoritarios ejerzan su derecho de separación). Sin embargo, considero que en muchos casos existe desproporción entre la defensa de la minoría, que se plasma en el derecho de separación, y el daño ejercido contra la sociedad por su repentina disminución patrimonial.

Por ejemplo, este daño puede ser especialmente grave cuando estamos ante sociedades que por sus características, nunca tienen mucha liquidez. Una escisión que

22 Artículo 293 de la LGS

23 Artículo 303 de la LGS

24 Artículo 281 de la LGS

25 FARRANDO MIGUEL, Ignacio. Óp cit.; p.72

implique la separación de un bloque patrimonial mínimo y que modifique de forma imperceptible la estructura societaria, podría generar, por el derecho de separación, una severa crisis, ante la necesidad de la sociedad de cancelar la deuda derivada del ejercicio del derecho y al mismo tiempo, no reducir su liquidez, que por su naturaleza societaria, siempre es reducida.

El problema también se agrava cuando precisamente por problemas económicos, se plantea una reforma estructural de la sociedad como medio para evitar la quiebra y salvar la inversión de los accionistas. Este puede ser el caso de, por ejemplo, una sociedad que ante la insostenibilidad de su actual rubro de negocios, opta por una reorientación de su giro social. Sin embargo, al intentar paliar la crisis con esta modificación, la sociedad termina quebrando, pues el momento en el que está con menor liquidez (por la mala situación económica y por la inversión en la reorientación del rubro de negocios), se le exige el pago correspondiente a todas las acciones pertenecientes a los accionistas que ejercen el derecho de separación (que finalmente, son la mayoría de los minoritarios, pues a la vista de las dificultades económicas, que seguramente le quitaron liquidez a sus acciones, optan por la salida menos riesgosa: separarse de la sociedad). Finalmente, la sociedad acaba siendo un rehén del derecho de separación, pues se encuentra entre la espada y la pared: o quiebra por no reorientar su línea de negocio, o quiebra por el ejercicio del derecho de separación.

### 3.2 Arbitrariedad de las causales.

Otra crítica que se acostumbra hacer respecto al derecho de separación como regulación imperativa apunta a la construcción arbitraria del listado de causales de separación. El legislador establece determinadas causales y deja desprotegido al accionista minoritario frente a otros acontecimientos societarios que podrían tener

igual o mayor impacto en el riesgo asumido por los minoritarios. Los cambios en la política de dividendos, el ingreso al mercado de valores o la venta de un porcentaje importante de activos esenciales no activan el derecho de separación.

Por ejemplo, nada explica como una operación de reorganización simple, que puede tener un impacto análogo al de la fusión o escisión en una sociedad, no genere el derecho de separación, mientras estas últimas dos operaciones si lo hacen. Completamente ilógico, cuando uno puede tener resultados muy similares a la fusión o escisión realizando una reorganización simple, generando un cambio sustancial en la estructura societaria, pero sin la posibilidad de que los accionistas minoritarios se opongan y ejerzan un derecho de separación<sup>26</sup>.

Claro que se puede decir que si a los accionistas les parece trascendente ser titulares del derecho de separación en otros supuestos, pueden pactarlo libremente y nada impide que cada sociedad pueda añadir las causales que considere apropiadas para sus necesidades. Sin embargo, esto también es cierto respecto a las causales que la LGS impone. ¿No sería mejor que cada sociedad pueda enumerar las causales de separación más acordes a su naturaleza y a las necesidades de sus accionistas?

### 3.3 ¿Cómo determinar cuáles son cambios o limitaciones estructurales?

Tanto en el caso de la causal de cambio de objeto social, como en la causal de limitaciones a la transferencia de acciones, se

26 Para analizar más a fondo las problemáticas relacionadas a la regulación defectuosa de la reorganización simple (incluyendo el no establecer el derecho de separación ante tal operación societaria) ver HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana. En: Tratado de derecho mercantil. Lima : Gaceta Jurídica, 2003; pp.1207-1225.

dice que solo se activara el derecho de separación ante una modificación sustantiva de los aspectos mencionados. Reconociendo el carácter excepcional del derecho de separación, una modificación mínima no debería activarlo.

Sin embargo, la LGS no indica alguna regla o variable para diferenciar si estamos ante un cambio (de objeto social) sustancial o ante una limitación (a la transferencia de acciones) sustancial. Se tendría que analizar pues caso por caso, con la consiguiente inseguridad jurídica para la Junta General de Accionistas, al no saber de antemano cuales de sus acuerdos podrán activar los derechos de separación de los minoritarios, a efectos de analizar el costo-beneficio de la toma del acuerdo.

La otra opción, sería interpretar que cualquier cambio, por más mínimo que sea, activa el derecho de separación. Esto traería el contrasentido de activar el derecho de separación ante modificaciones mínimas e intrascendentes, tergiversándose su carácter excepcional.

No hay respuesta concreta al problema. Creemos que la idea de solucionar los puntos grises con un pronunciamiento de la Junta General de Accionistas<sup>27</sup> al respecto, es errada. La idea de la mayoría decidiendo contra cuáles de sus acuerdos pueden resistirse las minorías es, por decir lo menos, un sinsentido. Y la solución de impugnar judicialmente un eventual acuerdo mayoritario abusivo es, en nuestra opinión, poco satisfactoria, pues estaríamos convirtiendo un derecho que es típicamente de defensa en sentido estricto (es decir, que no requiere justificación alguna) en un derecho en el que ahora hay que justificar el porqué de la impugnación y el

porqué la junta se equivocó y otros tantos porqués dependiendo del caso.

### 3.4 Criterios de determinación de precio

Ante la eventualidad que no se llegue a un acuerdo sobre el precio de las acciones que la sociedad debe reembolsar, la LGS establece dos procedimientos para la determinación de precio. A nuestro parecer, ambos generan dificultades.

El primer criterio de determinación de precio es la cotización media ponderada del último semestre en la Bolsa, en caso las acciones se coticen en Bolsa. Eso quiere decir que el precio obtenido siempre será diferente al precio de las acciones al momento del derecho de separación.

El segundo criterio de determinación de precio, para las acciones no cotizadas en bolsa, es el valor en libros. El valor en libros es el resultado de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones. Frente a este método tenemos, principalmente, dos críticas: (i) el valor en libros no indica el valor de mercado, puesto que no evalúa la demanda de las acciones en el mercado, sino el valor patrimonial de la acción (patrimonio neto entre el número de acciones); y (ii) esta valorización no incluye revalorizaciones, ni cómputo de valores intangibles (que en muchos casos pueden ser determinantes para el valor de mercado de las acciones). Al igual que en la determinación de precio por la cotización en bolsa, en este caso tampoco se pagará el valor de mercado al momento del ejercicio del derecho de separación, que sería lo más razonable.

Cabe mencionar también, que si bien se permite el acuerdo entre las partes en reemplazo de los criterios antes mencionados, este campo de libertad de contratación se ve restringido por la regulación societaria, que pone como límite al precio establecido por cualquier acuerdo el precio establecido por

27 Esta es la postura que se defiende en ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. El derecho de separación del accionista: una regulación insuficiente. En: IUS ET VERITAS. Año 17. No. 34. Lima: IUS ET VERITAS, 2007; p.171



los métodos de determinación de precio anteriores (valor promedio del último semestre en la Bolsa y valor en libros), prohibiendo que sea un monto mayor. Este límite evita que se puedan llegar a interesantes acuerdos, tanto para la sociedad como para el accionista minoritario. Sobre este punto volveremos más adelante.

### 3.5 El derecho de oposición de los acreedores

Ante el ejercicio del derecho de separación, pueden darse dos escenarios: o la sociedad tiene las reservas de libre disposición para efectuar el reembolso o la sociedad se ve en la necesidad de iniciar un proceso de reducción de capital.<sup>28</sup> Éste último es el supuesto más problemático.

Ante la falta de reservas libres, se vuelve necesaria la amortización de las acciones con cargo al capital social y por la vía de un proceso de reducción de capital. Como está regulada la reducción de capital en nuestra LGS<sup>29</sup>, ésta activa el derecho de oposición de

los accionistas que consideren que con esta reducción se pone en riesgo la futura satisfacción de sus acreencias.

De este modo, la sociedad que ya está en una situación de debilidad financiera por la necesidad de un proceso de reducción de capital, debe pagar o garantizar los créditos a satisfacción del juez, empeorando su situación financiera, con todo el impacto que esto tendrá en el valor de sus acciones en el mercado.

Y mientras se realizan las formalidades correspondientes a la reducción de capital y al derecho de oposición, empiezan a devengarse intereses. Desde la fecha del ejercicio del derecho separación se devengarán intereses compensatorios y a partir de dos meses desde la fecha del ejercicio del derecho de separación (plazo máximo para pagar el reembolso), se devengarán intereses moratorios. Pondré un ejemplo para ver de forma precisa cómo el ejercicio del derecho de separación, sumado al ejercicio del derecho de oposición puede empeorar muy gravemente la situación de la empresa.

Pontificia S.A. es una sociedad anónima cuyo objeto social es vender libros y otras mercancías relativas a la religión católica. Ante las gigantescas pérdidas, Cipriano, socio mayoritario (con el 60% del total de las acciones), decide modificar el objeto social de la sociedad. Ahora el nuevo rubro de negocios de la sociedad será el entretenimiento para adultos. Ante este brusco cambio en el objeto social, el señor Shimabukuro, accionista minoritario de Pontificia S.A. (con el 40% de las acciones) decide ejercer el derecho de separación. Y ahí comienzan a correr los plazos.

Primero, transcurren algunos días en los que la sociedad, en alerta roja, realiza proyecciones y cálculos sobre la posibilidad de pagar el reembolso de las acciones del señor

28 Cfr. ELÍAS LAROZA, Enrique. Óp cit.; p.414.

29 Artículo 219.- Derecho de oposición

El acreedor de la sociedad, aun cuando su crédito esté sujeto a condición o a plazo, tiene derecho de oponerse a la ejecución del acuerdo de reducción del capital si su crédito no se encuentra adecuadamente garantizado.

El ejercicio del derecho de oposición caduca en el plazo de treinta días de la fecha de la última publicación de los avisos a que se refiere el artículo 217. Es válida la oposición hecha conjuntamente por dos o más acreedores; si se plantean separadamente se deben acumular ante el juez que conoció la primera oposición.

La oposición se tramita por el proceso sumarísimo, suspendiéndose la ejecución del acuerdo hasta que la sociedad pague los créditos o los garantice a satisfacción del juez, quien procede a dictar la medida cautelar correspondiente. Igualmente, la reducción del capital podrá ejecutarse tan pronto se notifique al acreedor que una entidad sujeta al control de la Superintendencia de Banca y Seguros, ha constituido fianza solidaria a favor de la sociedad por el importe de su crédito, intereses, comisiones y demás componentes de la deuda y por el plazo que sea necesario para que caduque la pretensión de exigir su cumplimiento.

Shimabukuro con sus reservas de libre disposición. Ante la imposibilidad de ello y ante la necesidad de realizar una reducción de capital para pagar el reembolso, se convoca a una junta general de accionistas. Para cuando esta se realiza ya pasó una semana.

En la junta, se acuerda la reducción de capital. En concordancia con el artículo 217 de la LGS, el acuerdo de reducción debe publicarse por tres veces con intervalos de 5 días. Esos son 10 días más. Luego, en concordancia con el artículo 218 de la LGS, debe esperarse un plazo de treinta días luego de la tercera publicación antes referida.<sup>30</sup>

El último día del plazo (estamos a menos de dos semanas del plazo de dos meses para reembolsarle al señor Shimabukuro lo correspondiente a sus acciones y ya van 6 semanas en las que se vienen devengando intereses compensatorios), la empresa Las Conejas S.A.C., acreedora de Pontificia S.A., ejerce su derecho de oposición, comunicando por vía notarial a Pontificia S.A., que está solicitando ante el Poder Judicial una medida cautelar para suspender la ejecución del acuerdo hasta que la sociedad garantice o pague sus deudas con Las Conejas S.A.C.

Mientras se busca garantizar la acreencia, pasan los dos meses de plazo y empiezan a devengarse los intereses moratorios. Pontificia S.A. que sigue perdiendo montos importantes por el fracaso en su rubro de negocios, se ve en la necesidad de comprometer más activos para garantizar sus créditos y, además, debe incurrir en gastos en consultoría legal para el proceso judicial. Esta situación caótica se ve reflejada en una severa disminución del valor de las acciones de Pontificia

30 Artículo 218.- Plazo para la ejecución

Quando la reducción del capital importe devolución de aportes o la exención de dividendos pasivos o de cualquier otra cantidad adeudada por razón de los aportes, ella sólo puede llevarse a cabo luego de treinta días de la última publicación del aviso a que se refiere el artículo anterior” (las cursivas son nuestras).

S.A. en el mercado. Finalmente, Cipriano decide vender sus acciones a un precio mucho menor que el verdadero valor patrimonial, ante la avalancha de problemas en la sociedad y ante el miedo de que sus acciones pierdan totalmente su liquidez.

El caso descrito pretende ejemplificar el caos que puede generar el ejercicio del derecho de separación en el que este obligue a la sociedad a realizar un proceso de reducción de capital. Y pueden darse casos peores. ¿Qué pasa cuando nos encontramos ante supuestos en los que, con el mismo acuerdo, se da origen al ejercicio del derecho de separación y, al mismo tiempo, concede a los acreedores el derecho de oposición? Por ejemplo, el caso de la escisión. Según los artículos 383<sup>31</sup> y 385<sup>32</sup> de la LGS, la escisión genera el derecho de oposición para los acreedores de la sociedad y; el derecho de separación a los accionistas que no hubieran votado a favor de la escisión.

El caso de la escisión (y de la fusión<sup>33</sup>) podría ser especialmente trágico, pues aumenta el plazo en el que se puede ejercer el derecho de oposición<sup>34</sup>, en caso de reducción de capi-

31 Artículo 383.- Derecho de oposición

El acreedor de cualquier de las sociedades participantes tiene derecho de oposición, el cual se regula por lo dispuesto en el artículo 219.

32 Artículo 385.- Derecho de separación

El acuerdo de escisión otorga a los socios o accionistas de las sociedades que se escindan el derecho de separación previsto en el artículo 200.

El ejercicio del derecho de separación no libera al socio de la responsabilidad personal que le corresponda por las obligaciones sociales contraídas antes de la escisión.

33 Ver artículos 356 y 359 de la LGS.

34 En ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. Óp cit.; p. 175, el autor sostiene que no puede haber un “doble derecho de oposición, sosteniendo que una vez que los acreedores conocen (por la publicación del acuerdo) la realización de la fusión o la escisión “también saben que como consecuencia de un acuerdo de este tipo se genera un derecho de separación para los accionistas y, por tanto, se producirá eventualmente una reducción de capital social”. Consideramos que este

tal por necesidad de reembolsar al accionista que ejerció el derecho de separación. Me explico: Una vez acordada en junta general de accionistas la escisión, se inicia el plazo de 30 días para ejercer el derecho de oposición, pero a la vez se inicia el plazo para publicar el acuerdo, publicación que a su vez, inicia el plazo para el ejercicio del derecho de opción. Este plazo puede terminar siendo de 20 días<sup>35</sup>. Si se ejerce el derecho de separación y este obliga a la sociedad a una reducción de capital, se iniciaría nuevamente otro plazo para el ejercicio del derecho de oposición. Finalmente, la sociedad estaría en un estado de expectativa durante 60 días o más<sup>36</sup>.

En conclusión, si bien el derecho de separación puede menoscabar gravemente la fortaleza patrimonial de una sociedad, cuando éste obliga a una reducción de capital que conlleva al ejercicio del derecho de oposición de los acreedores, la situación empeora, pudiendo tener consecuencias nefastas para el patrimonio societario.

### 3.6 Los cambios en la estructura social están dentro de los riesgos asumidos por los accionistas

Una crítica más estructural sobre el derecho de separación tiene que ver con el pos-

---

razonamiento carece de sustento, pues no todo ejercicio del derecho de separación implica una reducción de capital y nada nos parece indicar que así fuera en la mayoría de ocasiones. Por ello nos parece erróneo pretender que los accionistas asuman ese riesgo de forma tan poderosa como para que se les niegue posteriormente el beneficio del derecho de oposición, desprotegiendo a los acreedores.

- 35 Serían 20 días si sumamos el plazo de 10 días dentro del cual se debe publicar el acuerdo y el plazo de 10 días desde esta publicación para ejercer el derecho de separación
- 36 Sería así porque estaríamos ante dos plazos (uno después de otro) dentro de los cuales se puede ejercer el derecho de oposición. Podría haber, por ejemplo, un mes entero entre ambos plazos, con lo que la expectativa sería de 90 días, pues a pesar que durante los 90 días no se podría ejercer la oposición, se estaría a la expectativa que empieza un plazo donde si se pueda ejercer.

tulado siguiente: al momento de invertir en una sociedad, en los tiempos actuales, uno asume como real la posibilidad que, por la economía cambiante, se produzcan cambios estructurales en la sociedad para adoptarse a las nuevas circunstancias que se van dando en el mercado.

Así, existen autores que consideran que al ser accionista de una sociedad, uno asume los riesgos de cualquier cambio sustantivo en la sociedad<sup>37</sup>. Finalmente, si uno quiere evitar determinados riesgos, pedirá determinadas garantías (como el derecho de separación), pero en principio, no debería haber medidas de defensa de los accionistas minoritarios, quienes asumen ese riesgo al entrar a la sociedad como tales. Si el sujeto desea mayores garantías, deberá gastar más. Deberá pagar la prima de control para tener la dirección societaria, o deberá comprar acciones más caras, con garantías frente a los riesgos incluidas.

### 3.7 Ejercicio del derecho de separación que exija el reembolso de acciones gravadas a un sobreprecio

La regulación incompleta del derecho de separación podría causar un ejercicio abusivo de este derecho, ante la indefensión de la sociedad que recibe los efectos negativos de tal ejercicio. Tal es el caso del ejercicio del derecho de separación cuando el accionista que lo ejerce pretende el reembolso de acciones gravadas.

Imaginemos que el accionista minoritario A contrae una deuda que garantiza con la totalidad de sus acciones (acciones no listadas en bolsa) de la sociedad X. El accionista

---

37 CLARK, Robert C. *The Corporate Law*. Nueva York: Aspen Law & Business, 1986; p.444. CLARK explica que "a second objection to the defeated expectations argument is that shareholders in today's large publicly held companies do expect mergers and other major changes in the nature of their investments to occur with some frequency, and on the basis of majority vote"

mayoritario B, en junta general de accionista, determina realizar un cambio del objeto social. Ante este cambio, A decide separarse. Por ello, la sociedad se ve forzada a adquirir todas sus acciones al precio de valor en libros (ante la falta de acuerdo), en concordancia con el artículo 200 de la LGS. De esta forma, A recibe el precio de sus acciones, las cuales transfiere a la sociedad con el gravamen antes descrito. Una vez transferidas las acciones, A incumple los pagos de la deuda y su acreedor ejecuta la garantía sobre las acciones, las cuales son ahora de propiedad de la sociedad. Como resultado, la sociedad termina sin acciones, pues son ejecutadas por el acreedor y A se libera de la deuda, la cual recae finalmente en el patrimonio de la sociedad.

Ante esta realidad, las sociedades podrían reaccionar de dos formas (i) o regulan de forma restrictiva, por estatuto o convenio de accionistas, el que los accionistas puedan garantizar deudas con las acciones de la sociedad o; (ii) existiría un incentivo perverso para los accionistas minoritarios, pues se verían tentados a gravar todas sus acciones, manteniendo secuestrada a la sociedad, que jamás podría tomar una decisión que implique activar el derecho de separación, en tanto en dicho supuesto se verían forzados a adquirir acciones gravadas sin valor en el mercado, y dependientes del pago del accionista minoritario a su acreedor.

Se muestra lógico que no resultaría acorde al espíritu del derecho de separación que los accionistas minoritarios puedan ejercer de esta forma abusiva su derecho de separación<sup>38</sup>. Sin embargo, la norma no indica nada en sentido contrario. Falta pues regular el derecho de separación en estos casos, tal vez exigiendo como requisito previo al derecho

de separación que las acciones estén libres de todo gravamen o carga.

#### 4. Propuestas y posibilidades de la flexibilización

Antes de pasar a las propuestas y beneficios que traerían las modificaciones de flexibilización que presento, creo que es necesario aclarar, desde la justificación del derecho de separación, el porqué el derecho de separación, antes que ser un “todo o nada” (me separo totalmente de la sociedad o soporto todas las consecuencias de la dictadura de la mayoría del accionariado), tiene raíces en un tema de riesgos y valoración de los mismos, y que por lo tanto, debería ser, en esencia, flexible.

Tradicionalmente, se ha entendido que el derecho de separación, en consecuencia con su nombre, tiene como fin el retiro de la sociedad del accionista disconforme con un cambio radical en las reglas de juego bajo las cuáles el sujeto se convirtió en accionista. Una especie de cláusula resolutoria expresa: su fin es terminar con la relación jurídica en determinados casos previamente estipulados convencionalmente o por ley. Creo que este no es el fin último, sino que la separación de la sociedad es un paso previo al fin último, que en realidad es el mantener el control sobre los riesgos asumidos.

Porque esa es la verdadera finalidad por la que uno se separa de una sociedad: porque no quiere asumir determinados riesgos que a priori, no tenía en su cálculo de costo-beneficio. Es entonces, un cálculo que, por su naturaleza, es flexible. No es que el mantenerme en la sociedad implique un costo infinito y que retirarme implique un costo cero. Todo tiene un costo de oportunidad.

El sistema actual es más bien antinatural. No permite un cálculo que flexibilice la posibilidad de asunción de riesgos y que por tanto, mediante un cálculo razonable de cos-

38 Al no existir una respuesta en la regulación societaria, en caso se ejerza el derecho de separación de la forma descrita, probablemente a la sociedad no le quede otro remedio que alegar un abuso de derecho para protegerse.

to-beneficio permita asumir la cantidad de riesgo más económicamente eficiente para el accionista. No puedes arriesgar un poco, no puedes arriesgar por partes, no puedes arriesgar con algunas reservas. O arriesgas todo (quedándote) o te separas totalmente (con otro posible costo de oportunidad, pues finalmente, a la sociedad le puede ir extraordinariamente bien con los cambios estructurales planteados, aún cuando le hayan cambiado, de forma impositiva, las reglas de juego a los accionistas).

Por ello, para facilitar la maximización del beneficio del accionista respecto al derecho de separación, es necesario flexibilizarlo. Darle herramientas a las sociedades y a los accionistas para que, desde las causales hasta el procedimiento, tengan completo control sobre el modelo de derecho de separación que regulará la existencia societaria.

De esta forma, los accionistas asumirán el riesgo que ellos consideren oportuno, pudiendo elegir entre sociedades con niveles elevados de protección al accionista minoritario (protección que tendrá sin duda reflejo en el precio de las acciones) o sociedades con una desprotección total del minoritario (desprotección que evidentemente, por la competencia, será compensada con otras ventajas económicas). Y por el otro lado, las sociedades podrán construir, de acuerdo a las características de su línea de negocios, un derecho de separación que (i) no ponga en jaque su funcionamiento y (ii) que atraiga a los inversionistas que desea.

#### 4.1 Separación parcial

Como se ha explicado en el acápite 3.2, el derecho de separación está regulado en nuestra legislación como una norma imperativa, por lo que, en principio, toda flexibilización del derecho de separación implicaría, necesariamente, una reforma normativa.

Sin embargo, considero que el ejercicio parcial del derecho de separación no necesitaría una reforma normativa y que podría ejercerse con la regulación actual. Nuestra LGS no detalla nada respecto a la posibilidad de un ejercicio parcial del derecho de separación (pudiendo el accionista decidir sobre qué número de acciones ejerce su derecho) o respecto a la obligación de ejercerlo de forma total. A pesar de este silencio legal, un amplio sector doctrinal entiende que el derecho de separación debe ejercerse de forma total.

Esta posición se sustenta primordialmente en la idea que la ratio del derecho se encuentra en que “dicho derecho se concede al socio para permitirle abandonar la sociedad, resultado que, lógicamente, no se obtendría caso de permitirse el ejercicio parcial”<sup>39</sup>. En ese mismo sentido se pronuncia Daniel ABRAMOVICH ACKERMAN, entendiendo que el derecho de separación no se puede ejercer de forma parcial “por la naturaleza del derecho de separación – que otorga un derecho de salida al accionista ante determinados cambios sustanciales”<sup>40</sup>.

Consideramos que hay una razón de fondo y dos razones prácticas por las que creemos que se debe permitir el ejercicio parcial del derecho de separación. La razón de fondo es porque consideramos, como ya hemos explicado anteriormente, que la razón de ser del derecho de separación no es la salida de la sociedad per se, sino el que el accionista pueda mantener el control sobre que riesgos quiere asumir. Y esta razón de fondo alimenta a las dos razones prácticas:

- (i) No existe ninguna ventaja para el accionista minoritario (al cual el derecho de separación pretende tutelar) impidiendo que este ejerza el derecho de separación sobre una parte de sus acciones. Éste

39 FARRANDO MIGUEL, Ignacio. Óp cit.; 159.

40 ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. Óp cit.; p. 173.

siempre puede decidir ejercer de forma total su derecho, por lo que no se estaría dificultando su ejercicio, ni contraponiéndonos a la prohibición del último párrafo del artículo 200 de la LGS<sup>41</sup>.

- (ii) La exigencia del ejercicio unitario del derecho de separación acentúa el principal problema del derecho de separación, pues al obligar a ejercer el derecho sobre la totalidad de las acciones, disminuye el patrimonio societario más de lo que el accionista hubiera necesitado o deseado.

El ejercicio parcial del derecho de separación permitiría que el accionista pueda redefinir un nuevo nivel de riesgo en la sociedad, sin perder su condición de accionista. Así, tras una evaluación de las nuevas reglas de juego que rigen la sociedad tras el cambio que motivó la activación del derecho de separación, el accionista decidirá cuanto está dispuesto a arriesgar en tal inversión, pudiendo elegir libremente qué porcentaje de su participación pedirá en reembolso. El derecho de separación ya no sería un “todo o nada”.

#### 4.2 ¿Eliminar el derecho de separación como norma imperativa?

El resto de nuestras propuestas de flexibilización si implicarían, necesariamente, una reforma normativa. ¿Qué riesgos implicaría que el derecho de separación sea eliminado como norma imperativa? El sometimiento absoluto del accionista minoritario al accionista controlador (o al bloque accionario controlador).

Creemos, sin embargo, que el derecho de separación ignora las particularidades de cada accionista (como en general lo hace cualquier norma imperativa, que por su carácter general, no puede regular situaciones concretas con la misma asertividad que la

41 “Es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio”(las cursivas son nuestras)

autorregulación privada). Un accionista puede haber invertido porque confía en la brillantez del gerente general de la sociedad y no le preocupa un cambio en el objeto social, o una fusión, sino más bien la permanencia del gerente. Un accionista puede sentirse seguro de la liquidez de la sociedad al ser una empresa reconocida y que lista en bolsa y no sentir necesidad del derecho de separación. En general, son muchos los casos en los que el accionista no tiene interés en tener el derecho de separación, o al menos, no tiene interés en tenerlo como está estipulado en la ley de forma imperativa.

En estos casos, el accionista estaría pagando obligadamente por un derecho que no quiere o no va a ejercer. Y digo pagando porque, en efecto, la sociedad incluye en el costo de la acción la contingencia de la separación. Siendo la separación una garantía para el accionista minoritario, éste termina pagando más por cada acción, pues ésta tiene la garantía mencionada. Es como si la ley te obligará a ponerle un seguro carísimo a tu carro, cuando sabes que el carro no se va a mover de la cochera.

Por ello, consideramos que el artículo 200 de la LGS debería modificarse, eliminando su último párrafo y transformándolo en una norma dispositiva.

#### 4.3 Posibilidad de adquisición de las acciones por los socios que permanecen en la sociedad

Creo que una buena forma de tutelar la estabilidad patrimonial de la sociedad, sería estableciendo en el estatuto una especie de derecho de adquisición preferente transferible que se active cuando se ejercite el derecho de separación del minoritario<sup>42</sup>.

42 Incluso creemos que podría pactarse esto con la regulación actual (siempre y cuando el pacto no modifique el precio a pagar, o los plazos de pago), pues esta propuesta no perjudica de forma alguna el derecho de separación, pues de igual modo

De esta forma, cuando un minoritario quiera ejercer su derecho de separación, el resto de accionistas podrían actuar para proteger a la sociedad del esfuerzo de reembolsar con patrimonio societario a los accionistas que quieran separarse. Los accionistas que no ejercieran el derecho podrían (i) comprar ellos mismos las acciones del minoritario a prorrata o por el procedimiento que ellos establezcan; o (ii) podrían buscar un inversionista interesado en adquirir las acciones, a quien le transferirían su derecho de adquisición preferente.

Por lo explicado, se abriría la oportunidad para que los accionistas reciban, en parte o de forma total, el impacto patrimonial del reembolso de las acciones del accionista que se separa; protegiendo la fortaleza patrimonial de la sociedad e, incluso, evitando iniciar un proceso de reducción de capital, con los problemas que ya se explicaron en el acápite 3.5.

#### 4.4 Exigencia de oferta en el mercado previa al ejercicio de derecho de separación

Siendo la finalidad del derecho de separación el deshacerse de las acciones que impliquen un riesgo no asumido voluntariamente, no es trascendente para el accionista si las acciones son adquiridas por la sociedad o por un tercero. Lo que le interesa al accionista que se separa es recibir el reembolso de su inversión.

En ese sentido, en el caso de acciones que listan en bolsa, valdría la pena estipular una condición para el reembolso de la sociedad: los accionistas que deseen el reembolso de sus acciones, se verán obligados a realizar una oferta<sup>43</sup>, por el total de sus acciones al

el accionista minoritario recibiría el reembolso de sus acciones.

43 Habría que analizar, desde la regulación del Mercado de Valores, cuando esta oferta implicaría formalidades que encarecerían la exigencia, situ-

valor de su cotización media ponderada del último semestre<sup>44</sup>. Posteriormente a esta oferta, cuyo plazo sería estipulado en el estatuto, recién el accionista podría exigir el reembolso a la sociedad.

Dado el alto grado de liquidez de la mayor parte de las acciones listadas en bolsa, es muy probable que se puedan vender<sup>45</sup>, obteniendo el minoritario el reembolso de su inversión sin minar la fortaleza patrimonial de la sociedad.

#### 4.5 Permitirse pagar montos distintos a los establecidos por ley en el reembolso

Como se ha explicado en el acápite 3.4, el artículo 200 coloca límites a la posibilidad de acuerdo sobre el precio a pagar por el reembolso al accionista que ha ejercido el derecho de separación. Se establece que “el valor fijado acordado no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación que corresponde según lo indicado en el párrafo anterior”, haciendo referencia a los criterios ya señalados.

Al respecto, Enrique ELÍAS LAROZA definiendo esta limitación de la siguiente manera:

“La medida de la ley es acertada, para evitar que por la vía del acuerdo se llegue a sobrevaluación de las acciones que redunde en perjuicio para la sociedad. Al fin de cuentas, si el valor de las acciones es sensiblemente superior al de la valori-

ación en la cual se tendría que recomodar la propuesta (por ejemplo, indicando que el costo de las formalidades correría a cuenta de la sociedad).

44 Este es el mismo precio por acción que establece el artículo 200 de la LGS en caso no haya acuerdo.

45 Un problema para la venta sería el límite que le pone el derecho de separación al precio en el que se adquieren las acciones del minoritario, pues en las acciones listadas en Bolsa, se coloca como precio el promedio de la cotización del último semestre. Si el valor de la acción está bajando, se pediría un precio mayor que el valor de mercado por la acción, por lo que sería muy complicado que las acciones sean adquiridas.

zación legal no será difícil para el accionista su venta a terceros, sin necesidad de ejercitar el derecho de recesso<sup>746</sup>

Consideramos que la argumentación de Elías carece de sustento en tanto (i) el permitir a la sociedad comprar las acciones a mayor precio no necesariamente implica un perjuicio para la sociedad, pues podría implicar intercambiar ese mayor precio por alguna otra ventaja que el accionista podría otorgar a la sociedad y (ii) que el valor de mercado de las acciones sea mayor al que establece la ley no implica que estas acciones por ese hecho tengan liquidez, pues puede ocurrir que los potenciales accionistas sean un grupo reducido de inversionistas o que las características de la transacción impliquen un camino mucho más engorroso que el ejercicio del derecho de separación.

En ese sentido, la regulación societaria respecto al acuerdo entre partes restringe las posibilidades que, tanto la sociedad como el accionista puedan beneficiarse de un reembolso a mayor precio. Por ejemplo, la sociedad podría acordar con el accionista un mayor precio a cambio de la renuncia del accionista a los intereses compensatorios que se hayan devengado desde el ejercicio del derecho de separación.

#### 4.6 Permitirse mayores plazos de devolución

En conjunto con la propuesta anterior, el que se permitan mayores plazos de devolución, podría permitir acuerdos interesantes que pacten un mayor plazo para el pago del reembolso a cambio de un precio mayor al establecido por el artículo 200 de la LGS.

Por ejemplo, un accionista al que no le interese tener liquidez inmediata me-

dante el reembolso, podría considerar permitir el pago a largo plazo de un precio mayor al establecido por la norma (pidiendo garantizarlo para protegerse en caso de liquidación de la sociedad). El reembolso por separación podría convertirse en una interesante inversión, convirtiéndose de facto en un crédito garantizado a largo plazo.

#### 4.7 Acciones con derecho de separación, acciones sin derecho de separación

Si se pudiera pactar en contra o modulando la regulación del derecho de separación, bien podrían coexistir en una estructura societaria acciones con derecho de separación y acciones sin derecho de separación, bajo la regulación que establece el artículo 88 sobre clases de acciones.

De este modo, la sociedad podría ofertar varias clases de acciones, cada una con su propio derecho de separación (o con la ausencia de éste). Así podría ofertar, por ejemplo, acciones de clase A, que no tengan derecho de separación; acciones de clase B, que tengan un derecho de separación que se active solo ante un cambio en el objeto social; acciones de clase C, que tengan un derecho de separación que se active ante las causales establecidas en la LGS; y acciones de clase D, que tengan un derecho de separación que se active ante las causales establecidas en la LGS y ante un cambio de control de la sociedad.

De este modo, el accionista podría decidir que clase de acción desea adquirir, en base al riesgo que desea asumir y al precio que desea pagar por acción (pues naturalmente, una acción con más causales de separación tendrá mayor precio). Un inversionista que tenga alta aversión al riesgo y tenga los recursos suficientes, probablemente adquirirá acciones de clase D y; por otro lado, un inversionista al que no le importe asumir alto riesgo, adquiriría acciones de clase A, pues al

46 ELÍAS LAROZA, Enrique. Óp cit.; p.413



ser intrascendente para él el riesgo, buscará adquirir la mayor cantidad de acciones al menor precio posible.

### 5. A modo de conclusión

Hay, en fin, posibilidades infinitas de flexibilizar y acomodar el derecho de separación (o su ausencia) a cada estructura societaria si la regulación se reforma y el artículo 200 de la LGS deja de ser una norma imperativa y se transforma en una dispositiva.

Así, la regulación del derecho de separación sería parte de la oferta de la sociedad a los inversionistas. La sociedad ofertará una regulación estatutaria que sea afín a su estructura societaria y atractiva para los inversionistas que desee atraer. Incluso podría ofrecer acciones con derechos de separación distintos (acápito 4.7). Una misma sociedad

podría ofrecer acciones tan disímiles como una acción sin derecho de separación; y como acciones con un derecho de separación complejo que, por ejemplo, se active únicamente ante el cambio de la mayoría del directorio, teniendo el reembolso como límite las reservas de libre disposición de la sociedad al momento del ejercicio del derecho de separación y teniendo un plazo de devolución de 18 meses en los que no se devenguen intereses compensatorios.

De este modo, la libertad de regular el derecho de separación según los intereses de la sociedad y de los accionistas permite que el derecho de separación ejerza de forma más cabal y plena la tutela de los derechos de los accionistas minoritarios, quienes podrán decidir libremente cuánto es el riesgo que desean asumir y hasta qué punto desean ser protegidos.