

El derecho de separación del accionista: una regulación insuficiente

Daniel Abramovich Ackerman^(*)

La Ley General de Sociedades, Ley 26887 (en adelante, LGS), contiene una regulación algo escueta con relación a las implicancias del ejercicio del derecho de separación. Casi en forma exclusiva, toda la regulación aplicable se reduce a lo establecido en el artículo 200⁽¹⁾.

En efecto, el artículo en cuestión únicamente regula: (i) los supuestos en los que ese derecho puede ser ejercido por los accionistas con legitimación activa para hacerlo; (ii) la forma en la que ese derecho debe ser ejercido; (iii) establece el precio que los accionistas deben recibir y el plazo para que la sociedad lo pague; y poco más.

Como veremos a lo largo de este artículo, por un lado, lamentablemente lo que la LGS regula lo hace en forma imprecisa o deficiente, y, por el otro -y tal vez más grave que lo anterior-, la escasa regulación de la LGS hace que la aplicación de este derecho no sea lo clara que debería ser tanto para abogados como para registradores públicos, con el evidente perjuicio que ello causa.

Este artículo tiene por objeto apuntar algunas de las deficiencias más graves que hemos podido apreciar en la regulación sobre el derecho de separación del accionista. Además, en cada caso señalaremos cuál es la interpretación que en nuestra opinión debe dársele a la LGS sobre un punto en particular y, en los casos en los que simplemente se dé una deficiente o inexistente regulación, indicaremos nuestra propuesta de modificación.

1. Fundamento de la existencia del derecho de separación

El derecho de separación del accionista es claramente 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 de retirarse o separarse de la sociedad, liquidando su inversión.

La particularidad de este derecho -a diferencia del derecho de venta de sus acciones con el que

(*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Profesor de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

(1) "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.

Solo 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 debe 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 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 que determine el juez a solicitud de esta, por le proceso sumarísimo.

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

cuentan en forma general los accionistas- radica en que si no están de acuerdo con determinadas decisiones reguladas en el artículo 200 de LGS y otros artículos del mismo cuerpo legal⁽²⁾, no tienen que buscar a un comprador para sus acciones, puesto que es la propia sociedad la que queda obligada a la compra.

Como resulta evidente, este derecho tampoco debe implicar que el accionista lucre con el ejercicio del derecho de separación, sino únicamente que le permita gozar de un derecho de salida ante la adopción de determinados acuerdos.

Como se ve, las consecuencias del ejercicio del derecho de separación son bastante relevantes tanto para los accionistas como para la propia sociedad. Por tanto, no solo las causales que dan origen al nacimiento de ese derecho deben ser tales que impliquen un cambio sustancial en las condiciones de la sociedad, sino que los aspectos operativos relacionados a ese derecho deberían estar claramente establecidos.

2. Casos que dan lugar al ejercicio del derecho de separación

Como se ha visto, la racionalidad y relevancia de la existencia del derecho de separación determina que los acuerdos que den lugar al ejercicio de ese derecho deben ser lo suficientemente graves o materiales o, dicho de otra manera, que modifiquen en forma sustancial los fundamentos que tiene en cuenta una persona al momento de decidir invertir en determinada sociedad.

A continuación analizamos en forma breve únicamente los supuestos que dan lugar al derecho de separación que en nuestra opinión no cumplen con el requisito de materialidad antes indicado o presentan algún problema en cuanto a su interpretación.

2.1. Cambio de objeto social

Esta es tal vez la causal que en forma más clara parece cumplir con el requisito de materialidad anteriormente apuntado. En efecto, pensemos por ejemplo en el caso de un inversionista que invirtió en una sociedad cuyo objeto social era la actividad

inmobiliaria y lo hizo por considerar que, en líneas generales, es una actividad rentable con un riesgo relativamente bajo.

Más adelante, dicha sociedad decide sustituir su objeto social por el de la generación de utilidades a través de la compra y venta de acciones en la Bolsa de Valores de Lima. Esta actividad puede ser considerada como más rentable, pero también como más riesgosa. Por tanto, podría considerarse que la modificación del objeto social apuntada ha cambiado en forma sustantiva los fundamentos por los cuales nuestro accionista decidió invertir en la sociedad en cuestión, activándose por tanto la posibilidad de ejercer el derecho de separación⁽³⁾.

Pero el supuesto de modificación de objeto social puede ser bastante más sutil. Por ejemplo, el objeto de nuestra inmobiliaria podría ser el “comprar y vender inmuebles, así como darlos en arrendamiento”. En una negociación comercial en particular, las partes podrían haber llegado a la conclusión de que lo conveniente es celebrar un contrato de usufructo, no estando dicha posibilidad contemplada en el objeto social de nuestra empresa inmobiliaria.

Por consideraciones que no es objeto de este artículo analizar en detalle -como por ejemplo la realización de actos *ultra vires* o la obtención de financiamiento- puede ser necesario que se modifique el objeto social a efectos de “precisar” que la sociedad también podrá celebrar contratos de usufructo.

¿Esta “precisión” debe ser considerada legalmente como un cambio del objeto social? Desde una interpretación literal, no cabe duda de que el objeto social de nuestra empresa ha sido cambiado. No obstante, como correctamente señala Fernando Rodríguez Artigas⁽⁴⁾ apoyándose a su vez en lo señalado por Jesús Quijano González, “la dificultad señalada por Quijano de formular un concepto de modificación de estatutos radica en la variada gama de modificaciones estatutarias posibles, gama que se mueve entre las llamadas modificaciones estructurales y las modificaciones irrelevantes. Las primeras, como su propio nombre indica, afectan la propia estructura de la sociedad (...) las llamadas modificaciones irrelevantes, y también en este caso

(2) En adición a los supuestos expresamente mencionados en el artículo 200 de LGS, también se concede derecho de separación en los casos de: (i) transformación (artículos 337 y 338 de la LGS); (ii) fusión (artículos 355 y 356 de LGS); (iii) escisión (artículos 380 y 385 de la LGS); (iv) en la sociedad anónima cerrada, la modificación relativa al régimen relativo a las limitaciones a la transmisibilidad de acciones o al derecho de adquisición preferente (artículo 244 de la LGS); (v) en la sociedad anónima abierta la exclusión del Registro Público del Mercado de Valores de acciones u obligaciones (artículo 262 de la LGS); y, (vi) en caso la Junta General de Accionistas no accede a la solicitud de regularización o de disolución de la sociedad irregular.

(3) Naturalmente, siempre y cuando conforme al artículo 200 de la LGS el accionista en cuestión hubiese hecho constar en acta su oposición al acuerdo, no hubiese acudido, hubiese sido ilegítimamente privado de ejercer el derecho a voto, o fuese titular de acciones sin derecho a voto.

(4) RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando. *El cambio de objeto social. En particular, el derecho de separación del socio*. En: *Derecho de Sociedades Anónimas III*. Volumen I. Madrid: Civitas, 1994. p. 150.

la denominación es expresiva, no implican una variación sustancial de la sociedad". El mismo autor agrega para el caso particular de la modificación del objeto social⁽⁵⁾, que "hay que diferenciar aquellas modificaciones que puedan considerarse simples desarrollos normales del objeto estatutario y aquellas otras que, por su entidad, son verdaderas modificaciones de los estatutos"⁽⁶⁾.

En el mismo sentido, Francesco Galgano indica, analizando la legislación italiana, que "el derecho de retiro corresponde a los disidentes en caso de cambio de objeto social, y no en todo caso de modificación de ese objeto, ya que se requiere, para que el accionista pueda ejercer el retiro de la sociedad, que la mayoría haya decidido sustituir el objeto social originario por un nuevo objeto completamente distinto, en tal forma que modifique radicalmente las condiciones de riesgo ante las cuales el accionista se había adherido a la sociedad (así, por ejemplo, cuando de la producción de automóviles se pasa a la industria textil). Modificaciones secundarias del objeto social, como su ampliación a sectores accesorios de la producción o como la reducción de los sectores originarios de intervención, no dan lugar al derecho de retiro"⁽⁷⁾.

Por tanto, si bien "literalmente" en nuestro ejemplo se habría producido un cambio en el objeto social, este cambio no es sustancial y por tanto, conceptualmente, no debería generar derecho de separación a favor de los accionistas.

Pero el ejemplo que hemos puesto parece bastante claro y la casuística puede determinar que en determinados casos "grises" sea muy difícil determinar si es que estamos o no ante un cambio sustancial del objeto social.

En estos casos "grises" en nuestra opinión lo más adecuado es que la propia Junta General de Accionistas al adoptar el correspondiente acuerdo indique en forma expresa si es que se trata de un cambio de objeto social "estructural" o "irrelevante". En el primero de los casos se generaría el derecho de separación, mientras que en el segundo no.

Naturalmente, la pregunta que surge en forma inmediata es la siguiente: ¿qué ocurre si es que la junta se equivocó o actuó incorrectamente al calificar una modificación de objeto social como irrelevante? En esos casos, el accionista que considera que sí se produjo una modificación sustancial debería estar legitimado para impugnar judicialmente el acuerdo.

2.2. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de acciones

La LGS regula dos supuestos distintos en los que se genera derecho de separación por este motivo. El primero de ellos es el regulado en el inciso 3 del artículo 200, que en forma general para la sociedad anónima se refiere a la "creación de limitaciones a la libre transmisibilidad de acciones o la modificación de las existentes".

El segundo de los supuestos es el regulado en el artículo 244 para el caso de la sociedad anónima cerrada, que se refiere a "la modificación del régimen relativo a las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o al derecho de adquisición preferente".

El primero de los supuestos regulado en el inciso 3 del artículo 200 de la LGS -referido a la creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones- en nuestra opinión cumple cabalmente con el fundamento para que nazca el derecho de separación. En efecto, la sociedad anónima es la sociedad de capitales por excelencia y por tal motivo, en principio, la transferencia de acciones es libre. Si es que se van a establecer limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones, para nosotros resulta claro que se estaría modificando un elemento esencial que podría haber determinado la participación de una persona como accionista de una sociedad anónima, por lo que resulta razonable que esta modificación "gatille" el derecho de separación.

Pero no necesariamente debe ocurrir lo mismo en el otro supuesto regulado en el inciso 3 del artículo 200 -modificación de las limitaciones existentes- y en el regulado en el artículo 244 -modificación del régimen vigente. En estos casos, y al igual que lo indicado para el caso de la modificación del objeto social, el cambio puede ser ya sea "estructural" o "irrelevante".

En el caso particular de las modificaciones al régimen de transferencia de acciones, un cambio estructural puede ser el de eliminar el derecho de adquisición preferente, mientras que un cambio irrelevante sería el simple cambio de algunas reglas de procedimiento⁽⁸⁾ para el ejercicio del derecho de preferencia.

Remitiéndonos en efecto a lo ya señalado para el caso de cambio del objeto social, en nuestra opinión solo los cambios estructurales en la modificación del régimen de transferencia de acciones deberían tener como consecuencia el nacimiento del derecho de separación.

(5) Aunque la Ley de Sociedades Anónimas española se refiere a la "sustitución del objeto social".

(6) RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando. *Op. cit.*; p. 159.

(7) GALGANO, Francesco. *Derecho Comercial. Sociedades*. Bogotá: Temis, 1999. p. 268.

(8) Por ejemplo la modificación no sustancial de plazos o de requisitos formales.

3. Aspectos operativos

3.1. El precio a pagar

El artículo 200 de la LGS diferencia en forma general dos supuestos distintos a efectos de determinar el precio a pagar por las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación, en función de si las acciones de la sociedad en cuestión cotizan o no en una bolsa de valores.

A continuación pasamos a analizar los puntos que en nuestra opinión resultan imprecisos o inadecuados, a efectos de determinar el precio a pagar -asumiendo, en todos los casos, que no existe acuerdo entre la sociedad y los accionistas respecto a este punto.

3.1.1. Fecha de corte para determinación del precio

Como ya se ha indicado, el artículo 200 establece dos supuestos distintos para el establecimiento del precio a pagar a favor de los accionistas que hagan uso del derecho de separación a saber: (i) para el caso de sociedades cuyas acciones cotizan en bolsa, el precio a pagar es el “de su cotización media ponderada del último semestre”; (ii) para el caso de sociedades no cotizadas, el precio es “el valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación”. Veamos algunos problemas que se derivan de la regulación de la LGS según lo anteriormente indicado. ¿Desde cuándo se computa el último semestre en el caso de sociedades cotizadas?

Como hemos visto, para el caso de sociedades cotizadas, la LGS establece que el precio a pagar es el de la cotización media del último semestre, pero no indica desde cuándo se computa dicho semestre. Caben al menos tres distintas interpretaciones respecto a la fecha de corte a tomar en cuenta para el cálculo de dicho semestre:

a) Considerando que las sociedades cotizadas están obligadas a comunicar al mercado como hecho de importancia -entre otros acuerdos- las convocatorias a juntas generales de accionistas, es desde ese momento que el mercado está en la posibilidad de incorporar al precio de la acción el acuerdo que eventualmente adoptará la Junta General de Accionistas.

Para mencionar un caso paradigmático, si de lo que se trata es de un acuerdo de fusión, el mercado incorporará al precio de la acción en cuestión, la relación de canje contenida en el proyecto preliminar de fusión aprobado por el Directorio y que en su oportunidad va a ser sometido a consideración de la Junta General de Accionistas.

Por tanto, una primera posible interpretación es que el referido plazo de seis meses debe ser computado desde el momento en que el Directorio



comunica como hecho de importancia la convocatoria, ya que en ese momento cambiará el valor de la acción y, como se ha visto, la lógica del derecho de separación no es que el accionista lucre con su ejercicio, sino únicamente que cuente con un derecho de salida.

b) Como fácilmente podrá intuirse, una segunda posibilidad es que se considere como fecha de cómputo del plazo de seis meses antes indicado el de la aprobación del acuerdo por parte de la Junta General de Accionistas. Esta interpretación tendría sustento en el hecho que aun cuando el Directorio convoca a la Junta General de Accionistas, esta no necesariamente va a acoger la propuesta del Directorio -por ejemplo y para volver a caso de la fusión, la Junta puede modificar la ecuación de canje propuesta por el Directorio u otros términos relevantes del proyecto de fusión- y que el acuerdo propiamente dicho que da origen al ejercicio del derecho de separación es el adoptado por la Junta General de Accionistas.

c) Una tercera interpretación -que además sería consistente con la literalidad de lo establecido por la LGS para el caso de sociedades no cotizadas-, sería considerar que el plazo de seis meses debe computarse desde la fecha en que se ejerce el derecho de separación.

Como veremos en detalle al comentar el caso de las sociedades no cotizadas, esta alternativa -tanto en sociedades cotizadas como no cotizadas- nos puede llevar a la determinación de precios distintos para los accionistas que ejercieron el derecho de separación, por lo que la rechazamos de plano.

Como se ha podido ver, la LGS es al menos imprecisa respecto al establecimiento de la fecha de

corte para la determinación del cómputo del plazo de seis meses antes indicado y, por tanto, el precio a pagar. Ante este vacío, la norma requiere ser interpretada y, en nuestra opinión, la interpretación correcta es que dicho plazo debería computarse desde la aprobación del acuerdo correspondiente por parte de la Junta General de Accionistas, puesto que es únicamente a partir de ese momento en que propiamente se configura la causal.

3.1.2. Aplicación del criterio de cotización media

La LGS, sin hacer ningún distingo, establece que en el caso de sociedades cotizadas el precio a pagar es el de la cotización media del último semestre.

Pero en un mercado con poca profundidad como el peruano, resulta perfectamente posible que, por la falta de liquidez de un título, el valor en bolsa no refleje el verdadero valor de la acción, o que simplemente sea posible manipularlo para obtener un beneficio.

A manera de ejemplo -y asumiendo como correcta nuestra interpretación respecto a la fecha de corte para el cálculo del plazo de seis meses antes indicado- podría resultar posible que entre la fecha de convocatoria a Junta General de Accionistas y su celebración, determinados accionistas efectúen operaciones con la única finalidad de hacer variar -hacia arriba, naturalmente- en forma artificial la cotización de la acción con la única finalidad de obtener un mayor precio al momento de ejercer el derecho de separación.

Resulta evidente -más allá de las infracciones que ello implicaría a la Ley del Mercado de Valores- que una actuación de este tipo sería contraria a lo que se busca mediante el establecimiento de un derecho de separación y, en buena cuenta, tampoco sería acorde con la racionalidad económica de este derecho, que no persigue que el accionista lucre, sino únicamente que tenga un derecho de salida.

Ante esta circunstancia, en nuestra opinión el valor en bolsa debería ser relevante únicamente en el caso de acciones que tengan un determinado nivel de liquidez y volumen de negociación, en forma similar a lo establecido para el caso del establecimiento del precio mínimo a pagar en una oferta pública de

compra⁽⁹⁾. En el caso contrario, y ya que este derecho no debe servir para que los accionistas obtengan un beneficio económico, las acciones deberían reembolsarse a su valor patrimonial.

3.1.3. Determinación del precio en caso de acciones que no cotizan en bolsa

Para el caso de las sociedades cuyas acciones no cotizan en bolsa, el artículo 200 de la LGS establece que las acciones se reembolsan “al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación”.

El problema con esta norma está en que, conforme al mismo artículo 200, los accionistas tienen plazo para enviar la carta notarial informando el ejercicio del derecho de separación “hasta el décimo día siguiente a la fecha de publicación” del correspondiente aviso⁽¹⁰⁾.

En consecuencia, en términos prácticos, y dependiendo de la fecha de publicación de los avisos, puede perfectamente darse el caso que cartas de accionistas sean enviadas en dos meses distintos -unas durante los últimos días de un mes y otras en los primeros días del mes siguiente.

De acuerdo a la literalidad del artículo 200 de la LGS, ello podría llevar al resultado absurdo que no todos los accionistas que ejercieron el derecho de separación reciban el mismo precio por sus acciones.

Por tanto, en nuestra opinión, la interpretación razonable del artículo 200 de la LGS en este extremo es que debe considerarse como fecha de corte para el cálculo del precio el último día del mes anterior a la fecha de adopción del acuerdo por la Junta General de Accionistas.

3.2. Ejercicio parcial de derecho de separación

La LGS no establece nada respecto a si el derecho de separación debe ser ejercido en forma total, es decir, sobre la totalidad de acciones de titularidad del accionista en cuestión, o si es que, por el contrario, el accionista está en la capacidad de decidir sobre qué número de acciones ejerce su derecho.

Por la naturaleza del derecho de separación -que otorga un derecho de salida al accionista ante determinados cambios sustanciales- para nosotros

(9) Al respecto, el artículo 36 del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión -aprobado por Resolución CONASEV 009-2006-EF/94.10 y modificado por Resolución CONASEV 020-2006-EF/94.10- establece que para efectos de la determinación del precio mínimo a ofrecer se considera el de cotización el que resulte de la cotización o precio promedio ponderado del valor durante los tres meses inmediatamente previos a la ocurrencia de determinado hecho relevante, si durante dicho período el total de acciones negociadas representa más del 5% del total de valores en circulación y registra una frecuencia de negociación mayor al 60%. Incluso, la norma aclara que para efectos de determinar si es que se cumplen los parámetros antes indicados, deberán ordenarse las operaciones realizadas durante dicho período considerando de menor a mayor el volumen transado, agrupándolas en cuatro tramos con igual cantidad de operaciones por tramo, excluyéndose de los cálculos, el primer y el cuarto tramo, que son los que contienen las operaciones de menor y mayor volumen, respectivamente.

(10) En casos como los de fusión y escisión, el plazo de diez días se computa desde la publicación del tercero de los avisos que deben publicarse en esos supuestos.

resulta claro que el derecho de separación no puede ser ejercido en forma parcial, sino que opera necesariamente respecto a la totalidad de la tenencia accionaria de quien comunica su ejercicio. Como correctamente señalan Rodrigo Uría, Aurelio Menéndez y Javier García de Enterría al comentar el ejercicio del derecho de separación en caso de sustitución del objeto social, “el ejercicio de este derecho implica la disolución del vínculo jurídico societario respecto del accionista o accionistas separados”⁽¹¹⁾, de lo que claramente se deriva que un ejercicio parcial del derecho de separación desnaturalizaría su finalidad.

Por lo anterior, ante una eventual comunicación de un ejercicio parcial, en nuestra opinión la sociedad debería considerar como no ejercido el derecho -aunque, naturalmente, lo prudente sería que le envíe una carta al accionista solicitándole que aclare el sentido de su comunicación.

3.3. Adquisición de acciones luego de adoptado el acuerdo que da lugar al ejercicio de derecho de separación

Nuevamente, la LGS no establece nada respecto a si un accionista que va a ejercer el derecho de separación puede, ya sea: (i) adquirir acciones luego de adoptado el acuerdo que da origen a ese derecho; o (ii) adquirir acciones luego de enviada la carta comunicando el ejercicio de su derecho de separación.

Resulta evidente que, en ambos casos, el accionista adquiriría las referidas acciones con la única finalidad de beneficiarse de un precio atractivo, es decir, con la finalidad de obtener un beneficio económico.

Ya hemos visto que la obtención de un beneficio económico no es acorde con la filosofía que está detrás de la existencia del derecho de separación, y claramente actuaciones como las anteriormente apuntadas constituirían el ejercicio abusivo de un derecho que concede la ley.

Es por ello que, en nuestra opinión, para que un accionista esté en la capacidad de poder ejercer el derecho de separación, debería cumplir con el requisito adicional de no haber adquirido acciones luego de adoptado el acuerdo correspondiente por parte de la Junta General de Accionistas. O dicho de otra forma, lo razonable sería que la LGS establezca que la adquisición de acciones luego de comunicado el ejercicio del derecho de separación equivalga a la revocación de la comunicación original.

3.4. Derecho de separación y oposición de acreedores

3.4.1. ¿Los acuerdos que dan origen al derecho de separación deben generar derecho de oposición de los acreedores?

El derecho de separación genera que la sociedad esté obligada a pagar determinado precio a los accionistas que lo ejercen con el consecuente detrimento patrimonial que ello trae para esta.

Si además se tiene en cuenta que normalmente el ejercicio del derecho de separación derivará también en una reducción de capital social por devolución de aportes⁽¹²⁾, lo lógico sería suponer que conforme al procedimiento general establecido por la LGS para los casos de reducción de capital, los acreedores tendrán derecho de oposición. Pero la LGS no establece nada al respecto.

Ante esta situación, una primera interpretación nos podría llevar a concluir que no es necesario que este derecho sea pactado, puesto que conforme a las reglas generales que regulan el derecho de oposición de acreedores, en todo caso de reducción de capital social, este derecho está garantizado. Pero esto no es del todo cierto.

En efecto, el artículo 200 de la LGS establece determinados plazos máximos para que la sociedad efectúe el pago a los accionistas que ejercieron tal derecho. En forma concreta la ley establece que “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”.

Complementariamente, el artículo 64 del Reglamento del Registro de Sociedades -aprobado por Resolución 200-2001-SUNARP/SN- estipula que “la inscripción de la modificación del estatuto no está sujeta a que se inscriba, previa o conjuntamente, la reducción de capital social si este hubiera sido disminuido como consecuencia del ejercicio del derecho de separación”, para agregar a continuación que “cuando se solicite la inscripción de la reducción de capital, el registrador constatará el cumplimiento de los requisitos establecidos por los artículos 71 y 72 de este Reglamento”⁽¹³⁾.

El problema con esta regulación es que, si bien se reconoce un derecho de oposición de acreedores en caso que el derecho de separación derive en una reducción de capital, este derecho podría generarse un poco tarde, es decir, luego de que la sociedad en cumplimiento de los plazos

(11) URÍA, Rodrigo y otros. *Curso de Derecho Mercantil*. Civitas, 1999. p. 949.

(12) Aunque este tema no es analizado en detalle en este trabajo, la consecuencia normal del ejercicio del derecho de separación es que la sociedad reduzca su capital social. Es más, en determinados supuestos -por ejemplo cuando la sociedad no cuenta con beneficios o reservas libres suficientes- el ejercicio del derecho de separación derivará necesariamente en una reducción de capital.

(13) Los artículos 71 y 72 del Reglamento del Registro de Sociedades exigen, entre otros requisitos, que se inserten a la escritura pública los avisos de reducción de capital social.

estipulados por el artículo 200 de la LGS ya efectuó, por mandato expreso de la propia ley, el reembolso correspondiente a los accionistas.

En otras palabras, los acreedores tendrían el derecho a oponerse a la realización de un acto formal -la reducción de capital- cuando el acto real que podría poner en riesgo el cobro de su crédito -el reembolso del precio por ejercicio del derecho de separación- ya se consumó.

3.4.2. El derecho de oposición de acreedores en los casos en que el acuerdo que da origen al ejercicio del derecho de separación al mismo tiempo concede a los acreedores el derecho de oposición

Sin perjuicio de lo señalado en el acápite anterior, un caso que merece especial atención es el de un acuerdo que al mismo tiempo genera derecho de separación a favor de los accionistas y derecho de oposición para los acreedores. Nos referimos a los casos de fusión y escisión de sociedades. En estos dos casos, por mandato de los artículos 359 y 383 de la LGS se genera también derecho de oposición para los acreedores de las sociedades intervinientes.

La cuestión que surge -y en la práctica hemos podido comprobar que surge también para los registradores públicos- es si de acuerdos de este tipo se deriva un doble derecho de oposición para los acreedores de la sociedad: por una lado a la fusión o escisión en sí, y, por otro, a la reducción de capital que pueda producirse como consecuencia del ejercicio del derecho de separación. En nuestra opinión, y por las consideraciones que exponemos a continuación, la respuesta es negativa, no teniendo los acreedores una suerte de “doble derecho de oposición”.

En todo caso de fusión o escisión se publican tres avisos con intervalos de cinco días entre cada aviso comunicando el correspondiente acuerdo. Y como se presume que la ley es por todos conocida, los acreedores 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.

Por tanto, en los casos de fusión o escisión no resulta necesario señalar que como consecuencia del eventual ejercicio del derecho de separación de los accionistas se producirá una reducción de capital, ya que por disposición legal expresa los acreedores cuentan con la posibilidad de oponerse al acuerdo de fusión y a la consecuente reducción de capital que podría producirse con ese motivo.

Así, y para referirnos al caso de la fusión, de conformidad con el artículo 359 de la LGS “el acreedor de cualquiera de las sociedades participantes tiene derecho de oposición, el que se regula por lo dispuesto en el artículo 219”.

Como se puede observar, el artículo 359 establece que al caso de la fusión le resulta de aplicación el artículo 219 de la LGS, que regula el derecho de oposición a la realización de una reducción de capital. En tal sentido, para nosotros resulta claro que en ambos casos el derecho de oposición es único e idéntico, puesto que responde a la misma finalidad.

Es más, resultaría un sinsentido que determinado acreedor tenga derecho, por ejemplo, a no oponerse a la realización de la fusión en sí misma, pero manteniendo el derecho a oponerse a la reducción de capital que se pueda producir como consecuencia del ejercicio del derecho de separación.

Recordemos que conforme a los artículos 356 y 200 de la LGS, el derecho de separación y la subsecuente reducción de capital se efectúan por mandato de la LGS y no por la voluntad o la decisión de la sociedad.

Por tanto, no sería razonable establecer la existencia de dos procedimientos de oposición independientes: uno a la fusión en sí misma y otro a la subsecuente reducción de capital que se pueda producir como consecuencia del ejercicio del derecho de separación. En otras palabras, pretender la existencia de dos derechos de oposición independientes implicaría admitir la posibilidad de que por un “segundo pensamiento” del acreedor, la sociedad se vea imposibilitada de culminar el registro de una fusión⁽¹⁴⁾. \square

(14) A pesar de que, como hemos visto anteriormente, ya habría cumplido con efectuar el pago correspondiente a los accionistas que ejercieron el derecho de separación, considerando los plazos estipulados por el artículo 200 de la LGS.