



UNIVERSIDAD
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL
PIRHUA

FUSIÓN DE SOCIEDADES Y DERECHO DE SEPARACIÓN

Christian Núñez-Copa

Lima, mayo de 2018

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho

Núñez, C. (2018). *Fusión de sociedades y derecho de separación* (Tesis para optar el título de Abogado). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho, Lima, Perú.



Esta obra está bajo una licencia

[Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

[Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura](https://repositorio.institucional.pirhua.edu.pe/)

UNIVERSIDAD DE PIURA

FACULTAD DE DERECHO



“Fusión de sociedades y derecho de separación”

Tesis que presenta el bachiller:

**CHRISTIAN EDUARDO
NÚÑEZ COPA**

**Para optar por el Título de
ABOGADO**

**Lima - Perú
Mayo, 2018**

APROBACIÓN

Tesis titulada “Fusión de sociedades y derecho de separación”, presentada por Christian Eduardo Núñez Copa, en cumplimiento con los requisitos para optar el Título de Abogado, fue aprobada por el Director Álvaro Zegarra Mulánovich.

Director de Tesis

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
--------------------------	----------

CAPÍTULO I

LA FUSIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS COMO MECANISMO DE CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL	3
---	----------

1. El rol de las fusiones societarias en el Derecho.....	3
1.1. El protagonismo de la fusión como herramienta de reorganización societaria.....	5
1.2. Noción y naturaleza jurídica de la fusión.....	8
1.3. Reconocimiento normativo en el Derecho comparado	13
2. El proyecto de fusión.....	16
2.1. Caracterización del proyecto de fusión.....	18
2.2. Valoración de las sociedades participantes.....	22
2.3. Modificación y aprobación del proyecto de fusión.....	25
3. Efectos de la fusión en las sociedades anónimas	28
3.1. Propiedades esenciales de la fusión	28
3.2. El aumento de capital social en la sociedad resultado	32
3.3. Protección legal de intereses	35

CAPÍTULO II

LA INSTITUCIÓN DEL DERECHO DE SEPARACIÓN EN EL DERECHO DE SOCIEDADES	41
---	-----------

4. El derecho de separación o de receso en la doctrina	41
4.1. Naturaleza jurídica de la institución.....	43
4.2. Supuestos doctrinales e inclusión estatutaria	46
4.3. Críticas al derecho de separación.....	50

5. Reconocimiento en el Derecho comparado.....	54
5.1. Origen y desarrollo en los principales ordenamientos europeos...	54
5.2. El <i>appraisal right</i> en el derecho societario estadounidense	58
5.3. Incorporación legislativa en el Perú	62
6. Efectos del ejercicio del derecho de separación	67
6.1. Salida de fondos sociales líquidos.....	67
6.2. Afectación patrimonial y su relación con el capital social	70
6.3. Titularidad de las acciones reembolsadas	73

CAPÍTULO III

LA SEPARACIÓN DEL ACCIONISTA Y SU IMPLICANCIA EN LAS FUSIONES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

7. La tutela del accionista en la fusión de sociedades anónimas	79
7.1. Extinción del contrato de sociedad.....	80
7.2. Disminución de participaciones	82
7.3. Trascendencia del acuerdo de fusión.....	85
8. La regulación del derecho de separación en la fusión de sociedades anónimas en el Derecho comparado.....	86
8.1. Principales ordenamientos europeos	87
8.2. Tercera Directiva 78/855/CEE	98
8.3. La fusión como supuesto del <i>appraisal right</i>	101
9. Planteamiento de las posibles contingencias.....	105
9.1. Drenaje de activos	107
9.2. Desvalorización de sociedades	108
9.3. Situación de la relación de canje	109
9.4. Afectación a los accionariados sociales	111
9.5. Procedimiento de reducción de capital.....	113
9.6. Doble derecho de oposición de acreedores	117
10. Aplicación de mecanismos alternativos	120
10.1. Fundamentos jurídicos.....	121
10.2. Fraccionamiento y pago diferido de la cuota de separación	126
10.3. La autocartera derivada con cargo al capital social.....	128
10.4. La oferta de venta de acciones en el proyecto de fusión	130
10.5. El derecho de adquisición preferente	132

CONCLUSIONES.....

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....

INTRODUCCIÓN

Desde el año de su promulgación, La Ley General de Sociedades (Ley N° 26887, en adelante “LGS”) ha sido la principal fuente jurídica para el desarrollo del derecho societario en el Perú. Esta norma ha incorporado operaciones societarias, y a su vez, ha ampliado con mayor precisión el contenido de otras reconocidas en la anterior norma societaria. Cabe resaltar que la LGS no ha sufrido demasiadas modificaciones o incorporaciones sustanciales en el transcurso de las últimas décadas, lo cual ha demostrado su fortaleza e impermeabilidad como norma jurídica.

Por otro lado, según un reciente estudio sobre Fusiones y Adquisiciones (en adelante, “F&A”), elaborado por la firma de auditoría PricewaterhouseCoopers¹, el mercado de F&A en el Perú ha experimentado un desarrollo significativo en los últimos años, arrojando un volumen de transacciones de aproximadamente US\$ 6,319 millones a través de 87 transacciones tan solo en el periodo 2016. En ese sentido, es de resaltar que las corporaciones hoy en día han optado por este tipo de reorganización como una alternativa importante para desarrollar un modelo o proyecto de negocio, siendo de relevancia que dichos procesos se desarrollen bajo un adecuado y riguroso marco normativo.

¹ PricewaterhouseCoopers S. Civil de R.L, (2017), Cuarta Edición del *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones* 2016, <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>.

En dicho contexto, el presente trabajo tiene como objetivo contribuir con el análisis de la regulación de la fusión de sociedades en la LGS, haciendo referencia a aspectos relevantes en su parte procedimental, pero principalmente a temas de fondo que requieren un análisis especial. Entre ellos, y con una atención particular, al derecho de separación, institución regulada por la ley y que tiene una presencia importante en el desarrollo de la misma. Este derecho es reconocido en la doctrina como un derecho individual del accionista. Sin embargo, su admisión como mecanismo de protección de minorías no es uniforme en el Derecho comparado, especialmente para el caso de las fusiones.

Considerando que el análisis conjunto de ambas instituciones implicará involucrarnos en el enfrentamiento entre los llamados derechos individuales del accionista frente a la supremacía del voto mayoritario de la sociedad, el objetivo principal del presente trabajo será identificar posibles situaciones antagónicas entre ambas figuras, con la finalidad de ofrecer un marco jurídico para la conciliación de los problemas o contingencias que puedan generarse en la práctica societaria. De este modo, creemos que el análisis en particular sobre el ejercicio del derecho de separación en el contexto de una fusión nos permitirá entender de forma más profunda el Derecho de Sociedades en nuestro país.

Por lo tanto, el presente trabajo tendrá la intención de formular un postulado teórico que pueda contribuir a la evolución de la práctica societaria sobre este asunto, que conduzca a una eficiente conciliación entre los conflictos suscitados entre mayorías y minorías, particularmente, en la forma societaria más mercantil de todas: la sociedad anónima.

CAPÍTULO I

La fusión de sociedades anónimas como mecanismo de concentración empresarial

1. El rol de las fusiones societarias en el Derecho

Las fusiones de sociedades –tanto en el Perú como en el extranjero– son llevadas a cabo por los empresarios como una práctica muy útil para la concentración de empresas², cuya finalidad no es única pues puede responder a propósitos e intenciones muy diversos. De esta manera, como todo fenómeno económico de trascendencia significativa

² Cfr. BRUNETTI, Antonio (“*Tratado del derecho de las sociedades*”, Uteha, Buenos Aires, 1960, p. 52), quien señala que económicamente la fusión sirve para impulsar el fenómeno beneficioso de la concentración de las empresas; BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo (“*Comentarios a la nueva Ley General de Sociedades*”, Gaceta Jurídica Editores, Lima, 1998, p. 596), para quien las fusiones son manifestaciones directas e indirectas de un fenómeno más amplio que se conoce como concentración empresarial. A su vez, PÉREZ TROYA, Adoración (“*La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades*”, Marcial Pons, Madrid, 1998, p. 11) señala que, por su significación económica, la fusión suele considerarse como un mecanismo jurídico que responde al fenómeno de la concentración empresarial. La concentración de empresas es entendida de forma general como la integración (horizontal y/o vertical) de distintos agentes económicos, mientras que en la reorganización de sociedades se atiende el aspecto organizativo desde el punto de vista legal, dado que se hace una referencia a la personalidad jurídica de las sociedades. Para ALDEA CORREA, Vládik (“*Los acuerdos de accionistas y socios*”, Ediciones Caballero Bustamante, Lima, 2012, p. 167), en algunos casos – como en la fusión – suelen concurrir ambos actos, tanto la concentración empresarial como la reorganización societaria.

para el mercado, y por ende de sumo interés nacional, la normativa sobre fusión de sociedades ha sido progresivamente incorporada en las respectivas legislaciones nacionales (e incluso también comunitarias³) con el fin de regular algunos de sus aspectos más importantes. Estos aspectos regulados por la ley mercantil son principalmente los que conciernen a su proceso de formación y a sus efectos jurídicos en la sociedad. Cabe señalar que a pesar de ser un proceso que se enmarca en la ley societaria, la fusión de sociedades tiene también efectos en otros aspectos importantes de la realidad jurídica, tales como el aspecto tributario, laboral e inclusive, la libre competencia entre empresas, materia de regulación en el Derecho de la competencia en muchos países⁴.

Sin embargo, cabe señalar que existen también algunos aspectos importantes en una fusión que la ley no regula (o por lo menos no debería regular) pues responden a cuestiones o materias que son competencia exclusivamente de las partes involucradas. Estos aspectos serían, por ejemplo, la determinación de la relación de canje de las acciones, el aspecto organizativo y estructural de la sociedad resultado, la forma o plazos de la negociación, etc. En ese sentido, debemos destacar el carácter privado que en esta operación societaria debe primar, y sobre el cual nos extenderemos más adelante⁵.

³ Como ejemplo, podemos destacar como ejemplo importante a las normas comunitarias sobre materia de fusión de sociedades anónimas, aprobada mediante la Tercera Directiva 78/855/CEE, a la cual nos referiremos más adelante.

⁴ A excepción del control entre compañías en materia eléctrica a través de la Ley de Antimonopolio y Antioligopolio del Sector Eléctrico (Ley 26876), en el Perú no existe una norma que regule con alcance general las fusiones anticompetitivas, como sí sucede en otros países. Por ejemplo, en Estados Unidos las leyes federales han establecido pautas de conducta que apuntan al control de operaciones que puedan afectar el mercado, tales como la fusión. La primera regulación en esta materia fue la Ley Sherman de 1890, posteriormente modificada por la Ley Clayton de 1914 para incluir la prohibición de fijación de precios y las fusiones que disminuían la competencia. En 1976, esta norma fue modificada por la Ley Hart-Scott-Rodino, la cual establece la obligación de notificar cualquier integración societaria que se realice mediante la adquisición de participaciones significativas. Sobre esto, *Vid.*, REYES VILLAMIZAR, Francisco, “*Derecho Societario en Estados Unidos*”, Tercera Edición, Legis, Bogotá, 2006, pp. 267-268.

⁵ *Vid.*, *infra*, n. 10.1. b).

Otro aspecto que permite entender el rol de la fusión en el mercado es la tendencia actual a la conservación de la sociedad en vez de la disolución de la misma, entre otras razones, porque esta última requiere activar algunos mecanismos usualmente rigurosos para la salida del mercado de la sociedad como empresa. Por lo tanto, el valor patrimonial, y en algunos casos los valores intangibles de una empresa, buscan ser protegidos por los empresarios a través de distintos mecanismos, entre ellos, la fusión de sociedades⁶. Este valor patrimonial es tan importante para los empresarios que inclusive ante una situación de irregularidad económica de la empresa, preferirán la reorganización del patrimonio en vez del reparto del mismo o de su remanente.

1.1. El protagonismo de la fusión como herramienta de reorganización societaria

Conforme hemos señalado, en los últimos siglos la fusión ha sido el mecanismo ideal elegido por los empresarios para realizar procesos de reorganización societaria y de concentración empresarial. Ello responde a cuestiones de orden práctico, comercial, económico o jurídico que son alcanzadas a través de los caracteres y funciones de este proceso. Es por ello que este fenómeno ha sido de gran servicio para los intereses empresariales y para las economías nacionales, caracterizado por una creciente concentración industrial desde el siglo XX⁷. En ese sentido, HALPERIN menciona que la fusión es un medio para lograr que la

⁶ Así lo explica RUBIO (*“El principio de conservación de la empresa y la disolución de sociedades mercantiles en Derecho español”*, en Revista de Derecho Privado, 1935, pp. 288-306), quien destaca la presencia del principio de conservación de la empresa en las sociedades mercantiles y resalta la conveniencia de lograr la estabilidad de la misma, en aras de proteger su valor patrimonial.

⁷ GALGANO, Francesco (*“Diritto commerciale. Le società”*), obra traducida del italiano al español por GUERRERO, Jorge (*“Derecho Comercial. La Sociedad”*, Editorial Temis, Bogotá, 1999, p. 279). De la misma forma, OTAEGUI (*“Fusión y escisión de sociedades comerciales”*, Editorial Ábaco, Buenos Aires, 1981, p. 23) señala que la fusión y la escisión son instituciones propias del régimen de personas jurídicas, que, aplicadas a las sociedades sujetos de derecho, sirven al proceso de concentración de empresas iniciado en el siglo XIX y proseguido en el siglo XX; y HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo (*“La sociedad anónima”*, Gaceta Jurídica, Lima, 2013, p. 508) para quien el fenómeno de concentración empresarial es el resultado de la evolución capitalista que tuvo gran desarrollo en el siglo XX.

empresa moderna actúe con dimensiones adecuadas para producir satisfactoriamente y adaptarse a las exigencias actuales del mercado en precio, cantidad y calidad⁸.

Respecto a las bondades que la fusión conlleva para los empresarios, destacamos varios aspectos de índole económico y jurídico. Desde un punto de vista económico, son varios los motivos que pueden inducir a dos o más sociedades anónimas a fusionarse. Los especialistas en la materia han tratado de identificar los objetivos que comúnmente persiguen las sociedades involucradas en esta operación, tales como el aprovechamiento de sinergias económicas (aumento de ingresos, reducción de costes, economías de escala y posición de mercado), la búsqueda de mejoras en la gestión y operatividad de la empresa por la combinación de recursos, el aprovechamiento de ventajas fiscales⁹, la diversificación de riesgos, reducción de la competencia o simplemente un especulado crecimiento empresarial mediante la combinación de negocios¹⁰.

Ahora bien, desde un punto de vista legal, ELÍAS LAROZA enumera ciertos objetivos y beneficios que las sociedades participantes y sus accionistas alcanzan con la fusión, tales como la reducción de costos mediante la eliminación de estructuras jurídicas complejas, eliminación de sistemas de garantías mutuas en los grupos empresariales, la no

⁸ Cfr. HALPERIN, Isaac, “*Curso de Derecho Comercial*”, *op. cit.*, p. 151. Dicho autor señala que una ley moderna no podía dejar de regular este fenómeno contemporáneo por el cual las empresas adecuan su dimensión a las necesidades del mercado.

⁹ RAIMONDI, Carlos (“*Aspectos prácticos de la fusión de empresas*”, *Derecho Empresario*, N° 26, T. III, Buenos Aires, 1976, p. 720), señala que también puede señalarse la existencia de razones puramente fiscales que conducen a la fusión dentro de sociedades de un mismo grupo, ya sea para compensar pérdidas con ganancias entre una y otra, o para evitar los impuestos en cascada sobre ventas entre sociedades o ventas internas.

¹⁰ Cfr. MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO (“*Fusiones y adquisiciones de empresas*”, McGraw-Hill, Madrid, 2000, pp. 7-35), sobre las principales razones y razones discutibles para llevar a cabo una fusión o una adquisición; y, “*Enciclopedia Comercial Científica*”. Editorial El Ateneo, Sexta edición, Buenos Aires, 1959, quien, en dicho sentido, es también citado por HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo (“*Fusión de Sociedades y Tracto Sucesivo Registral*” en *Diálogo con la jurisprudencia*, Tomo 60, año 9, setiembre 2003).

necesidad de invertir recursos propios en la adquisición directa de acciones, la ausencia de incompatibilidad y conflictos entre los miembros de la administración (ya que los mismos se unifican), así como evitar problemas de incumplimiento formal de las disposiciones de libre competencia¹¹. De esta manera, la fusión se presenta como el mecanismo de concentración de empresas más completo desde un punto de vista legal, pues produce la integración total de dos o más bloques patrimoniales en un solo ente nuevo o existente.

De esta forma, los agentes económicos utilizan en el mercado la fusión como medio para obtener un resultado empresarial alineado a intereses predominantemente económicos. Al igual que los procesos de adquisición de acciones y control de empresas, las razones por las que se llevan a cabo estas operaciones “podrán tener una lógica económica acertada o discutible dependiendo de si cumplen o no el objetivo principal de toda decisión empresarial: la máxima creación de valor posible”¹². De hecho, la fusión no es el único método de lograr una concentración económica, ya que existen otros mecanismos que conducen al mismo resultado¹³, tales como la formación de una holding (sociedad inversora), la transmisión global de todo el activo y pasivo de una sociedad a otra, la creación de una sociedad-gerente, la escisión de sociedades, etc.

En dicha línea, es importante señalar que la fusión es una operación que tiene como resultado la transmisión total de patrimonios entre sociedades y la extinción de por lo menos una de ellas, finalidad a la que pueda llegarse mediante la realización de otros actos, tales como la transferencia de activos, cesión de deudas, procesos de liquidación de

¹¹ ELÍAS LAROZA, Enrique, “*Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades*”, Obra completa, Editorial Normas Legales, Trujillo, 2002, p. 739.

¹² MASCAREÑAS, *op. cit.*, pp. 1 y 2. Este principio empresarial se sirve también de la concentración económica, que como bien señala VERÓN, Alberto (“*Tratado de las Sociedades Anónimas*”, Tomo V, La Ley, Buenos Aires, p. 302), tiene por finalidad favorecer y crear las condiciones de una producción o distribución masiva para ofrecer cada vez más bienes que acrezca el poder de las empresas afectadas y consoliden el control de sus patrimonios.

¹³ Cfr. ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 737. Dicho autor señala que algunos autores califican como “fusiones impropias” a estos otros mecanismos utilizados para lograr una concentración de empresas.

empresas, entre otros¹⁴. Sin embargo, es probable que esta última acumulación de procedimientos generen un costo de transacción mayor a los incurridos en una fusión, o como menciona PÉREZ TROYA¹⁵, no pueda garantizarse una concentración idéntica dado que no es posible obligar a los socios a que se incorporen en una entidad distinta o a que la sociedad adquiriera universalmente derechos y obligaciones de otra.

1.2. Noción y naturaleza jurídica de la fusión

En el Derecho comparado no se ha elaborado un concepto unánime para definir la fusión de sociedades. De hecho, cada legislación presenta su propia definición, evidentemente con una similitud muy clara en comparación con otros ordenamientos pues al fin y al cabo el proceso es similar en casi todos los países. Sin embargo, antes de delimitar el concepto de fusión, creemos que es importante revisar primero las distintas teorías y construcciones doctrinales que se han ocupado de desarrollar la naturaleza jurídica de la fusión.

En ese sentido, la doctrina tampoco ha sido unánime al describir la naturaleza jurídica de la fusión de sociedades. Sin embargo, dada la importancia que tiene entender un fenómeno jurídico antes de elaborar un estudio particular, consideramos necesario repasar algunas las posturas doctrinales referentes a la naturaleza jurídica de la fusión¹⁶.

¹⁴ Existe sin embargo una distinción entre la fusión y algunas figuras afines, en consideración a los efectos principales propios de una fusión. *Vid.*, CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, “*La fusión de sociedades: concepto, naturaleza, supuestos y efectos*”, en “*Estudios de Derecho Mercantil*”, VVAA, Civitas-Thomson Reuters, España, 2010, p. 850.

¹⁵ PÉREZ TROYA (“*La determinación...*”, *op. cit.*, p. 13), quien señala que la fusión permite el grado máximo de concentración, a diferencia de otras figuras jurídicas. Asimismo, ALDEA CORREA (*op. cit.*, p. 168), señala que “la fusión es el más importante mecanismo de reorganización y concentración empresarial. Por su parte, la jurisprudencia argentina ha señalado que la fusión constituye el instrumento más perfecto de la concentración empresarial y, al permitir el agrupamiento de los medios de producción de por lo menos dos sociedades, puede ser utilizada tanto para la concentración horizontal como vertical” (Cfr., VERÓN, *op. cit.*, Tomo V, p. 54).

¹⁶ ZEGARRA MULÁNOVICH, Álvaro (“*Las cláusulas de hardship en la contratación mercantil*”, Tesis para obtener el grado académico de Doctor en Derecho, Universidade da Coruña, La Coruña, 2008, p. 168), quien señala que, la pregunta

MOTOS GUIRAO¹⁷, destacaba cinco grupos de teorías que tratan de explicar la naturaleza jurídica de la fusión:

- a. La fusión como modelo de disolución de sociedad,
- b. La fusión como contrato de constitución de sociedad,
- c. Transmisión social en virtud de un fenómeno de sucesión a título universal sin liquidación,
- d. Transformación extintiva de la sociedad,
- e. Transmisión negocial del patrimonio de una sociedad mediante la adquisición de la calidad de socio.

Todas estas construcciones describen de cierta forma uno o más efectos o características de la fusión, desde cierto un punto de vista específico. De hecho, más de una de ellas podría prestarse para realizar una definición completa del fenómeno. Sin embargo, todas ellas contienen cierto arraigo o connotación contractualista o negocial.

Por otro lado, encontramos la tesis modificativa de influencia italiana¹⁸, a través de la cual se defendía que la unión de los grupos sociales se realizaba a través de una modificación estatutaria por la cual el vínculo social orgánico se transforma en vínculo social respecto a una sociedad distinta, calificando a la fusión como supuesto de modificación estatutaria.

Asimismo, encontramos las posturas que destacan el carácter disolutivo de la fusión, las cuales parten del efecto disolutivo como elemento característico de la fusión. Sin embargo, bajo estas posturas

sobre la naturaleza jurídica de un fenómeno, es una pregunta que siempre se hace, sobre todo si la cuestión se aborda desde un punto de vista académico.

¹⁷ MOTOS GUIRAO, Miguel, “*Fusión de sociedades mercantiles*”, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1953, p. 17.

¹⁸ Como señalan GARDEAZABAL DEL RIO y MARTÍNEZ FERNÁNDEZ (“*Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima*”, en “*Estudios sobre la sociedad anónima*”, VVAA, v. 1, Civitas, Madrid, 1991, p. 263), a partir de la obra de BRUNETTI y FERRI se pone el acento en el mantenimiento del vínculo jurídico originario que a partir del acto constitutivo liga al socio con la sociedad, y que en los casos de fusión se ve simplemente modificado a fin de permitir la incorporación del socio a la sociedad absorbente.

encontramos difícil justificar la transmisión de patrimonios y la continuación de relaciones jurídicas en la sociedad absorbente, así como entender la situación jurídica de las sociedades que han acordado el acuerdo de fusión y, sin embargo, el proceso de fusión aún no finaliza¹⁹.

ELÍAS LAROZA²⁰ señalaba que la doctrina se ha dividido “entre los que sostienen que la fusión es un contrato entre sociedades que se fusionan (tesis contractualista) y los que consideran que es un acto especial y completo de naturaleza corporativa (tesis del acto corporativo)”²¹. La primera tesis defiende que la fusión es el resultado de un contrato entre sociedades, partiendo de la premisa de que la sociedad es un contrato. ELÍAS LAROZA no compartía el postulado contractualista por el hecho que en la fusión el aspecto negocial es solo una parte de su proceso; y, por el contrario, se adhiere a la tesis del acto corporativo complejo. Esta tesis señala que “el acuerdo de fusión es un acto que se produce al interior de cada sociedad y cuyos efectos corporativos nacen de ese acuerdo unilateral, independientemente del proceso de negociación” previo.

¹⁹ DE LA CÁMARA, Manuel, (“*Estudios de Derecho Mercantil*”, Editorial de Derecho Reunidas, Madrid, 1977, p. 441). Para dicho autor, una cosa es que las sociedades fusionadas se hallen en situación de disolución desde que adoptaron el acuerdo, y otra que tales sociedades se encuentren en estado de liquidación. En ese sentido, puntualiza que la sucesión universal, como efecto característico de la fusión, excluye la liquidación de las sociedades que se disuelven, de donde deriva la imposibilidad de aplicar a la fusión las normas de disolución relativas a la liquidación. En nuestro país, el artículo 345 de la LGS señala explícitamente que no se requiere acordar la disolución de la sociedad que se extingue por la fusión.

²⁰ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 752.

²¹ CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA (*op. cit.*, p. 818) también explican la diferencia entre la teoría corporativa y la teoría contractualista. En la primera, los efectos característicos de la fusión solo pueden explicarse admitiendo que la incorporación del patrimonio y de los socios de una sociedad a la otra se realiza por un acto corporativo; mientras que la segunda entiende que el negocio primordial es siempre un contrato, y que sin él no podrían explicarse los efectos externos de la fusión.

En dicho sentido, GARRIGUES y URÍA²² comentaban que la fusión es “un acto de naturaleza corporativa o social por virtud del cual dos o más sociedades mercantiles, previa disolución de alguna o de todas ellas, confunden sus patrimonios y agrupan a sus respectivos socios en una sola” sociedad. Dichos autores remarcan también el mérito de la vieja doctrina alemana el haber acertado a señalar la verdadera naturaleza de la fusión como un acto de derecho corporativo. A la teoría del acto corporativo complejo se han adherido otros autores de importante referencia²³, convalidando de esta forma la tendencia moderna sobre la naturaleza jurídica de la fusión.

Sin embargo, si bien la doctrina ha distinguido la teoría contractualista y la teoría del acto corporativo, consideramos que la contraposición entre ambas teorías se trata en realidad de un conflicto aparente. Nos explicamos: es cierto que para acordar la fusión la sociedad manifiesta su voluntad a través de un acto jurídico corporativo, pero no por ello debemos desconocer que este mismo acto jurídico corporativo es también un acuerdo voluntario de la sociedad de llevar a cabo un negocio jurídico con otro sujeto, es decir, un contrato. La sociedad, como sujeto de derecho, manifiesta su voluntad de celebrar un contrato de fusión con otro sujeto de derecho a través de la decisión de su órgano corporativo competente. En ese sentido, el carácter contractual de la operación no se pierde en ningún momento y tampoco afecta a los efectos corporativos que la fusión produce en la sociedad. Por ello,

²² Citados por ELÍAS LAROZA (op. cit., p. 933); HUNDSKOPF (“*La sociedad anónima*”, op. cit., p. 509); GARDEAZABAL y MARTÍNEZ (op. cit., p. 262), destacando la construcción tomada de la doctrina alemana en ese sentido.

²³ Vid., VERÓN (op. cit., Tomo II, p. 52), quien señala que la naturaleza jurídica de la fusión descansa en la tesis que la sitúa dentro de los actos comprendidos en el derecho corporativo de sociedades; MOTOS GUIRAO, citado por ELÍAS LAROZA (op. cit., p. 753), señala que la fusión podría describirse como “un acto de naturaleza corporativa o social, que tiene como vehículo de ejecución un acuerdo de carácter contractual, por virtud del cual se opera la transmisión del total del patrimonio de una o varias sociedades en favor de una tercera”. Por su parte, LARGO GIL, Rita (“*La fusión de sociedades mercantiles: fase preliminar, proyecto de fusión e informes*”, Civitas, Madrid, 1992, p. 223) discrepa de dicha calificación, dado que considera que la fusión no puede ser calificada como acto jurídico negocial ni corporativo, al ser los acuerdos sociales el centro de gravedad del proceso de fusión.

concluimos que no es correcto descartar una teoría por la otra, ya que en realidad ambas teorías no son realmente incompatibles entre sí.

Sin perjuicio de ello, reiteramos que las construcciones doctrinales desarrolladas aciertan en describir la fusión desde una perspectiva específica, y por lo tanto válidas en cierto sentido. De hecho, la fusión se fundamenta en la voluntad de las partes, nace como un contrato o acuerdo de voluntades entre dos grupos sociales, modifica y constituye relaciones jurídicas de naturaleza societaria, así como estructuras corporativas, para finalmente generar la disolución o extinción de alguna de las sociedades participantes. De esta forma, concebimos a la fusión como única a pesar de que sus modalidades sean distintas y que en cada una se pueden observar aspectos jurídicos que la otra no tiene.

En ese sentido, SEQUEIRA²⁴ señala que la unidad del procedimiento de fusión y la presencia e interrelación de los efectos constituyen la esencia unitaria del concepto, mientras que la creación de una nueva sociedad o la modificación estatutaria de la absorbente no constituyen sino la ejecución de una fusión existente anteriormente. Dicho autor define a la fusión de la siguiente manera:

“La fusión es por lo tanto un proceso en virtud del cual dos o más sociedades acuerdan unirse, confundiendo sus socios y patrimonios en virtud de una transmisión a título universal, en una sociedad ya existente o que se crea a estos efectos, con la extinción simultánea de las sociedades absorbidas”.

Adoptamos la definición de dicho autor pues consideramos que en esta definición se encuentran los elementos esenciales de la fusión de sociedades, los cuales desarrollaremos más adelante²⁵.

²⁴ SEQUEIRA MARTIN, Adolfo, “La fundación de una sociedad anónima mediante fusión por creación de una nueva sociedad”, en “Derecho de sociedades anónimas”, VVAA, Civitas, Madrid, 1991, pp. 926-927.

²⁵ Vid., infra, n. 3.1.

1.3. Reconocimiento normativo en el Derecho comparado

La fusión es un proceso relativamente moderno pues se manifestó en la primera mitad del siglo XIX. La primera muestra de una fusión regulada ocurrió en Alemania, en el Código de Comercio alemán de 1861 (*Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch*). En el artículo 215 de este Código se reconoció la situación por la cual una sociedad podía adquirir el patrimonio de otra sociedad destinada a disolverse, a cambio recibir acciones de la sociedad adquirida como contraprestación²⁶. Tal había sido su regulación, que fue posteriormente modificada por la ley de sociedades por acciones de 1937, la cual reguló -como lo denomina BRUNETTI²⁷- la ortodoxa fusión sin liquidación. Sin embargo, el primer país en regular la fusión como la conocemos actualmente fue Italia a través del *Codice di Commercio* de 1882²⁸. Es así que internacionalmente, el código italiano y posteriormente el código alemán comenzaron a considerar la fusión a fines del siglo XIX, y la ley francesa a comienzos del siglo XX (ignorada inicialmente por el *Code de Commerce* de 1807)²⁹.

En la actualidad, la fusión se encuentra reconocida en todos los países que conforman la Unión Europea. Por citar algunas legislaciones, en España la fusión de sociedades de capital se regula actualmente en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio) junto con la Ley de Modificaciones Estructurales, Ley 3/2009. En Italia, el cuerpo legislativo que sigue estando en vigencia es el *Codice Civile* de 1942, claro está que con las modificaciones que ha tenido a través del transcurso de los años. En Alemania, se regula por la Ley sobre modificaciones estructurales (*Umwandlungsgesetz*) de 20 de octubre de 1994, y por la Ley de

²⁶ El segundo párrafo de dicho artículo señalaba: “(...) *Dasselbe gilt von dem Falle, wenn die Gesellschaft durch Uebertragung ihres Vermögens und ihrer Schulden an eine andere Aktiengesellschaft gegen Gewährung von Aktien der letzteren aufgelöst werden soll.*”; cuya traducción al español es “(...) *lo mismo se aplica si la sociedad se disuelve transfiriendo sus activos y pasivos a otra sociedad anónima a cambio de acciones de esta última.*”

²⁷ Cfr., BRUNETTI, *op. cit.*, Tomo 2, p. 767.

²⁸ Cfr., OTAEGUI, *op. cit.*, p. 32

²⁹ Cfr., VERÓN, *op. cit.*, Tomo V, p. 55.

Reestructuraciones sociales (*Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts*). Finalmente, en Francia la fusión se regula de forma general para todas las sociedades en el Libro segundo del *Code de Commerce*. Cabe destacar también los esfuerzos realizados por la Comunidad Económica Europea (CEE) en este aspecto, en especial la Tercera Directiva de la CEE, sobre el cual hablaremos más adelante. En palabras de LARGO GIL³⁰, a través de esta norma internacional, podemos hablar de un “derecho sobre la fusión de sociedades armonizado en el ámbito comunitario”.

En el derecho inglés, PÉREZ TROYA³¹ señala que el camino de la fusión ha estado caracterizado por el reconocimiento de la figura junto a otras modificaciones sociales fundamentales. En la actualidad, las normas que la desarrollan constituyen la *Part XIII* de la *Companies Act* de 1985. Es importante destacar la importante función atribuida al juez en relación a la operación: todos los compromisos o acuerdos de la fusión se llevan a cabo mediante un procedimiento en el que el papel del juez es preponderante, pues en su aprobación en última instancia depende de la aprobación judicial³².

Por otra parte, en Estados Unidos la fusión es una institución de creación legal y no fue reconocida en el *Common Law*. En sus inicios, era conocida la reorganización voluntaria e involuntaria de las *corporations*, que equivalía a la fusión del derecho continental en sus dos versiones: *consolidation* y *merger*. Estos tipos de reorganización en el derecho americano tuvieron repercusiones en materia tributaria con una ley federal de 1918 sobre reorganizaciones no imposables (*tax-free reorganizations*). Con ella se favorecía el proceso de concentración empresarial en dicha época, y en adelante se impulsó y favoreció el fenómeno como herramienta importante para la economía americana³³.

³⁰ LARGO GIL, *op. cit.*, p. 128.

³¹ PÉREZ TROYA, Adoración, “*La tutela del accionista en la fusión de sociedades*”, Civitas, Madrid, 1998, p. 101.

³² *Ibíd.*, p. 103.

³³ OTAEGUI, *op. cit.*, p. 33.

REYES VILLAMIZAR señala que la estructura económica norteamericana ha hecho de los Estados Unidos territorio propicio para las denominadas “fiebres de fusiones”, razón por la cual no podemos dejar de mencionar a dicho país en esta sección. Actualmente, al margen de las disposiciones federales, cada uno de los Estados conserva amplias facultades legislativas³⁴. Sin embargo, el interés de crear una legislación más o menos uniforme ha dado lugar a la preparación de las denominadas leyes tipo, como la *Model Business Corporation Act* (MBCA) en materia de corporaciones, la cual se encarga de desarrollar un apartado exclusivo a las *mergers*. En ese sentido, la evolución normativa del derecho estadounidense con respecto a la fusión se ha basado fundamentalmente en el desarrollo de las legislaciones de los diferentes estados integrantes de los EEUU y en las soluciones que la MBCA ha configurado en torno a esta figura³⁵.

Definitivamente la regulación de la fusión en el Derecho comparado va de la mano con las necesidades mercantiles, la realidad y el contexto económico de cada una de los países, de forma tal que en algunos de ellos su regulación es más precoz que en otro. En Iberoamérica, la regulación de la fusión es relativamente reciente. Por citar un ejemplo, en Argentina la fusión en un sentido completo no se reguló hasta la reforma de la Ley 19.550; esto es, recién a partir del año 1972. Anteriormente, la norma argentina se había limitado a mencionar la fusión como uno de los acuerdos a los que la asamblea estaba facultada pero no había profundizado más allá en su regulación.

En el Perú, el fenómeno de la fusión y su regulación societaria se incorporó recién en la inicialmente denominada Ley de Sociedades Mercantiles (Ley 16123 - ALGS)³⁶, esto es, en el año 1966. Sin embargo, el Código de Comercio de 1902 ya conocía la figura. En el Título VII de la Sección Primera del Libro Segundo, referente a las “reglas especiales de las compañías de crédito” (que hasta la actualidad no ha sido derogado), reconoce a este tipo de compañías la facultad de practicar la

³⁴ REYES VILLAMIZAR, *op. cit.*, p. 259.

³⁵ PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 112.

³⁶ A través del Decreto Legislativo N° 311 (11 de noviembre de 1984), se cambió el nombre de “Ley de Sociedades Mercantiles” por “Ley General de Sociedades”.

fusión o transformación de toda clase de sociedades mercantiles. Asimismo, los artículos 192 y 193 reconocen que las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas podían fusionarse unas con otras, bajo ciertas condiciones.

Posteriormente, la ALGS reguló el tema dedicándole solo cinco artículos, en comparación con los 23 artículos que actualmente dedica la LGS a la fusión. En ese sentido, la LGS derogó por completo a la ALGS, ocupándose de regular este fenómeno de forma íntegra. Sobre las diferencias de fondo, podemos destacar tres principales innovaciones de la LGS con respecto a regulación de la fusión³⁷:

- a) Se ha establecido la exigencia del proyecto de fusión que describa los aspectos más relevantes de la misma de forma anticipada;
- b) Se ha precisado la fecha de entrada en vigencia de la fusión; y,
- c) Se ha recogido la novedad de la fusión simple.

Finalmente, debemos también señalar que la fusión materia de estudio se refiere exclusivamente a la fusión de sociedades reconocida en la LGS³⁸, dado que la norma en mención solo se refiere a fusiones entre sociedades. Sin embargo, resultaría interesante explorar la posibilidad de efectuar este proceso con otro tipo de persona jurídica, como una empresa individual de responsabilidad limitada, asociaciones, etc.

2. El proyecto de fusión

Al referirnos a la fusión, debemos mencionar de forma inevitable el rol que juega el proyecto de fusión en dicha operación. El proyecto de fusión es el resultado de una etapa previa que se conoce como “etapa

³⁷ Estas innovaciones se describen también en la exposición de motivos de la Ley N° 26887, efectuada por Enrique Normand Sparks ante la Comisión Revisora del Congreso de la República (Vid., FLORES POLO, Pedro, “*Nuevo derecho societario peruano: nueva Ley General de Sociedades*”, Cámara de Comercio de Lima, Lima, 1998, pp. 107-125.

³⁸ El régimen societario en el ordenamiento peruano debe llevarse a cabo a través de una de las sociedades reconocidas como tales en la LGS, por lo que se aplica el principio de numerus clausus respecto a la creación de tipos societarios.

negocial o de negociación”³⁹, llevada a cabo por los representantes o agentes de las sociedades participantes. Utilizamos el término “agentes” pues en realidad esta etapa de negociación puede ser llevada a cabo por cualquier persona que actúe en representación de la sociedad sin que necesariamente dicha persona sea parte de sus órganos de representación⁴⁰.

Estos agentes llevan a cabo la negociación y proponen los aspectos legales más importantes de la fusión, tales como la forma de la fusión (por constitución o absorción), la determinación de la relación de canje, la estructura de la sociedad resultado, el proyecto de estatuto final, etc., así como otros aspectos materiales o empresariales de suma importancia para el negocio. Asimismo, es importante que el proyecto de fusión incluya un análisis sobre los aspectos negativos que pudiesen suscitarse tras la adopción del acuerdo de fusión, tales como los efectos económicos adversos, posibles sobre costos en la transición empresarial, o el potencial rechazo de algunos grupos minoritarios hacia la operación⁴¹.

Al margen de que se trate de una negociación privada, la doctrina⁴² reconoce ciertos principios jurídicos que deben servir como referencia al momento de la negociar y elaborar el proyecto de fusión:

- a. Principio de continuidad:** este principio indica que, a cambio del patrimonio de las sociedades extinguidas, la sociedad resultado debe hacer entrega de una contraprestación en acciones a los socios de dichas sociedades de forma proporcional a su participación en éstas. Si bien la LGS no recoge explícitamente

³⁹ Cfr., ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 759.

⁴⁰ Por ejemplo, quien represente a la sociedad frente a una negociación puede ser un comisionista a través de un contrato de comisión mercantil. En efecto, la LGS menciona que el proyecto de fusión debe ser aprobado por los administradores de la sociedad, pero, a nuestro parecer de forma acertada, no señala quiénes deben ser los encargados de llevar a cabo la negociación o redacción del proyecto de fusión.

⁴¹ En este último caso, la LGS habilita a los accionistas opositores a ejercer su derecho de separación, obligando a la sociedad a que tenga que efectuar el reembolso del valor patrimonial de las acciones a favor del accionista disidente. Ello provoca, en principio, una merma de fondos sociales lo cual podría ser perjudicial para la sociedad participante, así como para la fusión en sí. *Vid.*, n. 6.1.

⁴² Cfr. HUNDSKOPF, “*La sociedad anónima*”, *op. cit.*, p. 528

este principio en el apartado que se ocupa de la fusión, sí recoge (en cierto modo) el desarrollo de este principio en el art. 368 que se ocupa de las escisiones, por lo que la doctrina ha considerado que resulta igualmente aplicable para el caso de las fusiones⁴³.

- b. Principio de paridad de trato:** la relación de canje debe ser establecida y aplicada en las mismas circunstancias para todos los socios con respecto a una sociedad, de forma tal que no se generen ventajas a favor de uno ni cargas hacia otros⁴⁴. Sin embargo, es posible que pueda haber distinción en caso se trate de acciones de distinta clase o con algunos derechos especiales establecidos por la sociedad⁴⁵.
- c. Principio de razonabilidad y transparencia:** en general, este principio exige que la fase de negociación se realice de buena fe, es decir, presentando información real, completa y auditada para llevar a cabo una negociación razonable.

2.1. Caracterización del proyecto de fusión

El proyecto de fusión no se encuentra definido en la LGS, que solo detalla los requisitos que debe reunir. Sin embargo, a través del proyecto de fusión la ley asegura un contenido jurídico mínimo que las partes involucradas deben observar para llevar a cabo una fusión.

⁴³ *Ibíd.* Señalamos que la LGS regula ello en cierto modo ya que el artículo 368 se refiere solo a las nuevas acciones que se emitan como consecuencia de la escisión. Sin embargo, este principio debe también aplicar cuando se realiza la entrega de acciones de la sociedad absorbida como contraprestación en los casos en donde no se emitan nuevas acciones como consecuencia de la fusión. *Vid.*, *infra*, n. 3.2.

⁴⁴ GARRIDO DE PALMA, Víctor Manuel y SÁNCHEZ GONZÁLEZ, José Carlos, “*La sociedad anónima en sus principios configuradores*”, en “*Estudios sobre la sociedad anónima*”, VVAA, Volumen 1, 1a ed., Civitas, Madrid, 1991, p. 39.

⁴⁵ Ahora bien, nada impide que el proyecto de fusión incluya algún trato diferenciado a algún accionista estratégico, a modo recomendación o a pedido de los accionistas, para lograr el éxito de la fusión. En dicho caso, consideramos que mientras dicho trato diferenciado se encuentre al margen de la relación de canje, ello no colisiona con el principio de paridad de trato.

Por su finalidad, la doctrina ha discutido si el proyecto de fusión es un documento con fuerza vinculante o no, un precontrato, o un contrato sujeto a condición en virtud a la aprobación por la junta de accionistas. Por ejemplo, la doctrina argentina enseña que el proyecto de fusión (regulado como “compromiso previo de fusión”) es un contrato preliminar tras el cual sobreviene el contrato definitivo que perfeccionará la fusión, estando fuera de discusión la fuerza vinculante del compromiso previo de fusión⁴⁶.

A nuestro juicio, para descifrar el propósito del proyecto de fusión, debemos remitirnos a la noción que hemos adoptado para la fusión⁴⁷, la cual nos indica que la fusión es una operación societaria con algunos elementos esenciales propios que forman parte de su caracterización como fenómeno reorganizativo. A través de ello, advertimos que la fusión es un acto jurídico que, luego de seguir un procedimiento establecido por ley, debe ser aprobado por el órgano de gobierno de cada una de las sociedades participantes para que pueda desplegar sus efectos jurídicos. La decisión de dicho órgano puede ser positiva o negativa, en cuyo segundo caso queda sin efecto lo dispuesto anteriormente por el órgano de administración al momento de aprobar el proyecto de fusión, sin que necesariamente medie (en principio) alguna especie de indemnización a favor de la contraparte⁴⁸. Desde este punto de vista, el proyecto de fusión es una etapa previa e importante de dicho procedimiento de fusión, cuya fuerza vinculante podrá ser ratificada, modificada o denegada por decisión de la junta general.

Asimismo, consideramos que entender el proyecto de fusión como un contrato sujeto a condición limitaría la facultad de la junta general de accionistas de poder modificar o negociar de forma ulterior algunos

⁴⁶ Cfr. VERÓN, *op. cit.*, Tomo V, p. 77.

⁴⁷ *Vid.*, supra, n. 1.2.

⁴⁸ En ese sentido, OTAEGUI (*op. cit.*, p. 122) señala que, si bien el representante legal de una sociedad la obliga por todos los actos que no sean notoriamente extraños a su objeto, en el supuesto de fusión se trata de un acto extraño al objeto que tiene la particularidad, por una parte, de modificar la organización social, y por la otra, de vincular dicha modificación a terceros. Por ello la ley exige la intervención tanto del órgano de representación de la sociedad como de su órgano de gobierno, y sin dichas intervenciones no se integra al acto jurídico fusión.

aspectos de la fusión, con lo cual (según veremos)⁴⁹ no estamos de acuerdo. Por otro lado, según nuestra legislación civil, estaríamos descartando la calificación del proyecto de fusión como un precontrato, ya que la negativa de celebrar un contrato definitivo posterior otorga a la otra parte ciertos derechos o prerrogativas, lo cual no sucede en la fusión⁵⁰.

No obstante, que el proyecto de fusión no cumpla con estas características, no implica que no pueda tratarse de un contrato preparatorio. En nuestra opinión, consideramos que el proyecto de fusión tiene los elementos necesarios que permiten catalogarlo como un contrato preparatorio o, por lo menos, como *acuerdo de principio*⁵¹. Partiremos por describir los elementos que tiene el proyecto de fusión como acto jurídico:

- (i) Los sujetos del contrato son las sociedades participantes, representadas por sus administradores sociales, quienes actúan en interés de la sociedad. Es decir, es el mismo sujeto de derecho -la sociedad- quien lleva a cabo la negociación y elaboración del proyecto de fusión, y que posteriormente ratificará el mismo documento.
- (ii) El objeto del contrato es describir, por lo menos, los aspectos más relevantes de una fusión. Es decir, el proyecto de fusión es la fusión propiamente dicha en su formulación inicial, y en este extremo, se asemeja al compromiso de contratar regulado en nuestro Código Civil.

⁴⁹ *Vid.*, infra, n. 2.3.

⁵⁰ LARGO GIL (*op. cit.*, p. 226) entiende el proyecto de fusión como un contrato concluido entre los administradores de las sociedades. ELÍAS LAROZA (*op. cit.*, p. 759) discrepa de dicha posición señalando que los directores no están facultados a celebrar acuerdos vinculantes sobre una operación de fusión, lo cual es competencia exclusiva de las juntas o asambleas de socios.

⁵¹ En el Derecho comparado, el *acuerdo de principio* (en francés *accords de principe*) es una figura de los *contrats préparatoires* en Francia, cuyo efecto es engendrar una obligación de negociar que debe ejecutarse de buena fe. Cfr., ZEGARRA MULÁNOVICH (“*Las cláusulas de hardship...*”, *op. cit.*, p. 301). Por la importancia económica y jurídica de la fusión, esta obligación de negociar debe imponerse a la sociedad en su instancia última de negociación, la cual se produce al momento de deliberar en junta general sobre la aprobación del proyecto de fusión.

- (iii) Según establece la LGS, la forma del contrato deberá constar por escrito, y deberá ser aprobada por los administradores sociales de cada sociedad participante. El órgano de gobierno aprueba ese mismo documento por lo que en este extremo el proyecto de fusión cumple con la formalidad del contrato definitivo requerida por el artículo 1425 del Código Civil.
- (iv) La finalidad del contrato es, ni más ni menos, la aprobación del mismo por parte de todas las juntas generales de las sociedades participantes.

En ese sentido, desde su finalidad contractual, no podemos negar que el proyecto de fusión sea un precontrato o contrato preparatorio en nuestro ordenamiento jurídico, pues precisamente su finalidad es preparar la aprobación de un contrato posterior, esto es, el acuerdo de fusión. Por lo tanto, el proyecto de fusión es un precontrato que genera una obligación de negociar, que a su vez debe consistir en una negociación cooperativa entre ambas partes para lograr su aprobación conjunta. Esta cooperación es remarcada por la LGS al obligar que los directores se abstengan de realizar actos significativos en la sociedad hasta su aprobación (artículo 348); al señalar que las sociedades aprueban el proyecto de fusión con las “modificaciones que expresamente se acuerden” (artículo 351); y, por último, al castigar su falta de aprobación con la extinción del proyecto en el plazo pactado o a los tres meses de la fecha del proyecto (artículo 352).

Ahora bien, es cierto que la falta de aprobación del proyecto de fusión no legitima a las demás sociedades participantes a exigir la puesta en vigor del contrato o ponerlo en vigor por declaración unilateral⁵²; sin

⁵² Estas exigencias son propias del precontrato y de la opción, respectivamente, los cuales son los contratos preparatorios reconocidos por el Código Civil peruano. Sobre esta diferencia, ZEGARRA MULÁNOVICH (“*Las cláusulas de hardship...*”, *op. cit.*, p. 223) explica que aquél que “puede exigir” siempre tiene que dirigirse al otro precontratante y solicitarle, pedirle, reclamarle o exigirle su colaboración para que juntos pongan en vigor el contrato preparado. Solo en defecto de esta colaboración puede el solicitante acudir al juez, lo cual sucede en el “precontrato”. En cambio, quien quiera “poner en vigor” un contrato, sólo notifica a la otra parte su decisión, que es eficaz en sí misma. Este último caso se refiere al “contrato de opción”.

embargo, ello no significa que las partes afectadas no puedan reclamarse en absoluto. En efecto, mientras el proyecto de fusión se encuentre en etapa de negociación inicial, las partes deben respetar el principio de buena fe en las negociaciones consagrado en el artículo 1362 de nuestro Código Civil. En ese sentido, la mala fe de los agentes de negociación de una de las partes podría conllevar a que la otra parte pueda demandar una responsabilidad precontractual o extracontractual⁵³.

Luego de haberse aprobado el proyecto de fusión a nivel de directorio, al ser el proyecto de fusión un contrato preliminar que genera una obligación de negociar de forma cooperativa, ello implica que las partes no solo deben realizar esta ulterior negociación de buena fe, sino que también deben hacer todo lo posible para que se logre su aprobación final. Por lo tanto, consideramos que, en caso el proyecto de fusión no termine siendo aprobado, las partes podrían reclamarse cierta responsabilidad contractual, pudiendo exigirse por lo menos algún pago resarcitorio.

2.2. Valoración de las sociedades participantes

Como presupuesto necesario para la determinación de la relación de canje, la valoración de sociedades es uno de los aspectos más importantes, y quizá el más complicado, que debe contener todo proyecto de fusión, dado que implica la cuantificación de un conjunto de elementos patrimoniales e intangibles hasta lograr un consenso en todas las sociedades participantes⁵⁴.

En los proyectos de fusión las empresas se valorizan de acuerdo a los métodos que las partes estimen conveniente aplicar a efectos de la operación⁵⁵, línea que ha seguido la LGS al no predeterminedar método alguno. Creemos que en virtud del carácter negocial de la operación,

⁵³ ZEGARRA MULÁNOVICH (“*Las cláusulas de hardship...*”, *op. cit.*, p. 538) señala que a veces la ley impone deberes de negociación de buena fe, que suelen aparecer por el mero hecho de dar inicio a los tratos preliminares que preceden a la celebración de un contrato, y que son el fundamento de la llamada responsabilidad precontractual.

⁵⁴ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 758.

⁵⁵ HUNDSKOPF, “*La sociedad anónima...*”, *op. cit.*, p. 526.

nada debe impedir a las partes pactar uno o varios métodos de valoración comunes y adecuados conforme a sus intereses. Desde luego, tal y como indica MASCAREÑAS⁵⁶, “no hay ningún método perfecto para valorar una empresa, sino que hay diferentes métodos que, más que sustitutivos, son complementarios entre sí; de tal manera que, según el tipo de empresa de que se trate, unos son mejores que otros y, en cualquier caso, unos suplen las deficiencias valorativas de los otros”.

Sin embargo, debemos precisar que cualquiera sea el método de valoración empleado, éste debe respetar siempre los principios jurídicos que rigen en la valoración del fondo empresarial, entre ellos, el principio de unidad económica y jurídica⁵⁷. De este modo, podemos advertir que los métodos preferidos de valoración en una fusión prestan mayor atención principalmente a los flujos futuros que las empresas pueda proyectar⁵⁸, el cual vendría a ser un tipo de método comparativo como reconoce HUNDSKOPF⁵⁹; así como a los métodos que atienden al patrimonio de la sociedad reflejado en la situación financiera (métodos patrimoniales o valuación de fondo de comercio)⁶⁰. Ambos métodos

⁵⁶ MASCAREÑAS, *op. cit.*, p. 260.

⁵⁷ Cfr., ZEGARRA MULÁNOVICH, “*Notas de Derecho mercantil*”, Parte General, pro manuscrito, Piura, p. 307.

⁵⁸ Así lo reconoce MARÍN XIMÉNEZ y KETELHOHN ESCOBAR (“*Fusiones y adquisiciones en la práctica*”, México DF: Cengage, 2008, p. 31), al señalar que lo más acertado es utilizar métodos que se fundamenten en el descuento de los flujos de efectivo futuros. De la misma forma, FERRERO ÁLVAREZ, Guillermo (“*Aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú*”, *Advocatus*, N° 9, Lima, 2003, p. 317 y ss.), quien señala que el método preferido por analistas financieros y banqueros, es el flujo de Caja Libre Descontado a Valor presente.

⁵⁹ HUNDSKOPF, “*La sociedad anónima*”, *op. cit.*, p. 548. Este autor apoya su afirmación recurriendo a las fuentes especializadas de consulta, distinguiendo por tanto los métodos patrimoniales, métodos comparativos, y mixtos. Por otro lado, Según MARÍN y KETELHOHN (*op. cit.*, p. 31), los métodos más recomendables y utilizados en la práctica pueden agruparse en cuatro categorías: métodos basados en múltiplos, métodos que utilizan flujos de efectivo descontados, método del capital de riesgo y método del ingreso residual.

⁶⁰ Cfr., OTAEGUI, *op. cit.*, p. 65, quien se inclina por el método de valuación de fondo de comercio, el cual comienza con determinar el valor actual del patrimonio social reajustando los valores activos de libros de acuerdo con los justos valores de mercado y deduciendo el pasivo exigible, lo que arrojaría el patrimonio activo neto formado por la diferencia entre activo y pasivo. Por otra parte, ZEGARRA

formarían parte de las premisas principales para la determinación de la relación de canje o el precio⁶¹. Asimismo, en muchos casos forma parte de la valoración la inclusión de aspectos cualitativos o valores intangibles que estrictamente no forman parte del valor patrimonial pero que puedan otorgar un valor agregado, tales como el *know-how*, *goodwill*, posición en el mercado, experiencia comercial, etc.⁶².

Sin embargo, al referirnos al valor-empresa (más allá de las metodologías contables utilizadas para obtenerlo) creemos que el punto de partida, será por lo general, el patrimonio neto⁶³, ya que a dicha cifra se le adicionarán un conjunto de factores y elementos. Empero, las cifras que arroje este balance (que en algunos países se efectúa de forma especial ante una fusión⁶⁴), no necesariamente constituyen la valoración final de las sociedades participantes en una fusión, ni tampoco para establecer el tipo de canje de la misma, como veremos más adelante⁶⁵.

De hecho, la desigualdad entre balances patrimoniales, valoración y relación de canje puede resultar más adecuada para la sociedad en tanto puede haber accionistas disconformes con el dictamen financiero de los balances previos o especiales para la fusión. De dicha opinión es

MULÁNOVICH (“*Notas de Derecho mercantil*”, *op. cit.*, p. 307) distingue dos pares de criterios de valoración opuestos entre sí: el valor patrimonial del fondo (análisis estático) y el valor de rentabilidad (análisis dinámico).

⁶¹ MASCAREÑAS, *op. cit.*, p. 88.

⁶² Cfr. GARDEAZABAL y MARTÍNEZ, *op. cit.*, p. 291, quienes señalan la extrema importancia que adquieren en una fusión la valoración de los activos intangibles de la empresa aportada.

⁶³ En ese sentido, la Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles de España, señala que el tipo de canje de las acciones debe establecerse sobre la base del valor real de su patrimonio.

⁶⁴ Recordemos que, a diferencia de otros países, la LGS no obliga a las sociedades participantes a elaborar un balance especial antes de la aprobación de la fusión, aunque sí es una práctica muy común en el mercado de F&A en el Perú.

⁶⁵ Cfr., GARDEAZABAL y MARTÍNEZ, *op. cit.*, p. 299. Asimismo, existe una discusión doctrinal que enfrenta las posturas que reconocen el aspecto negocial para determinar el tipo de canje, con las posturas que no aceptan ello. Para mayor revisión, ver, PÉREZ TROYA, “*La determinación del tipo...*”, *op. cit.*, p. 24. Lo cierto es que nuestra legislación no exige a las partes optar por alguna vía específica para la determinación del tipo de canje, sino tan solo señalar en el proyecto de fusión los criterios de valoración empleados para ello.

VERÓN⁶⁶, cuando indica que “los balances de fusión son la base fundamental para establecer la relación de canje, pero no es absoluta dada su impugnabilidad cuando no refleja la real situación patrimonial de la sociedad”⁶⁷.

En ese sentido, a modo de conclusión creemos que la valoración de las sociedades a efectos de establecer una relación de canje debe partir de la base patrimonial de éstas, empero, las partes pueden libremente establecer criterios adicionales para obtener una fórmula que pueda estar más de acuerdo con sus expectativas empresariales. En ese sentido, el valor patrimonial de las sociedades participantes es fundamental para la fusión, por lo que mantener o salvaguardar su valor durante el transcurso de la operación es importante para su éxito.

2.3. Modificación y aprobación del proyecto de fusión

El proyecto de fusión debe ser previamente aprobado por el directorio de las sociedades participantes, siguiendo lo dispuesto en el artículo 346 de la LGS. Sin embargo, nos preguntamos a qué se debe la necesidad de que el directorio apruebe dicho instrumento de negociación. Ciertamente, la LGS no menciona dicha finalidad, sin embargo, resulta evidente que para que se adopte el acuerdo de fusión en junta general es necesario que medie la convocatoria correspondiente por parte del órgano de administración. De cara a la convocatoria, creemos que la LGS requiere al directorio su aprobación como muestra de conformidad y reflejo del deber de diligencia que tienen como representantes. De hecho, la ley requiere dicho visto bueno en otros asuntos corporativos de importancia para la sociedad, por ejemplo, el requerimiento al directorio de un informe aprobatorio sobre el aumento de capital vía capitalización de acreencias.

⁶⁶ VERÓN, *op. cit.*, Tomo V, p. 85

⁶⁷ Cabe señalar que, si bien la LGS ordena que las sociedades pongan a disposición de sus accionistas los estados financieros auditados del último ejercicio, estos resultados pueden no estar aprobados por junta general dado que la norma no lo exige, o en caso estuviesen aprobados, esté en curso la resolución de un recurso impugnatorio presentado por algún accionista disconforme.

En relación a ello, MONTOYA MANFREDI⁶⁸ señala que una forma de facilitar los acuerdos definitivos de fusión por parte de las sociedades es comprometiéndose a respetar puntos fijos que no sufran variación, de modo tal que la aprobación por parte del directorio permitirá a la junta general de cada sociedad adoptar los acuerdos correspondientes. Consideramos importante dicha apreciación, ya que el proyecto de fusión debería ser, en principio, aprobado en su totalidad y sin reservas en ninguno de sus componentes.

En ese sentido, una cuestión que reviste bastante importancia en este punto tiene que ver con la potestad que tiene el órgano de gobierno de poder modificar el proyecto de fusión antes de su aprobación. Como parte del sometimiento a un acuerdo social, es natural que existan objeciones o discrepancias sobre algunos componentes del proyecto de fusión, que requieran de cierto ajuste a solicitud de los accionistas mayoritarios o también por parte de los minoritarios. Ante ello, y dado que la LGS no señala de forma expresa la posibilidad de modificación parcial del proyecto de fusión, el proyecto no podría ser aprobado en dicha instancia y tendría que volver a revisión por parte de los administradores sociales.

Un sector de la doctrina⁶⁹ defiende la inmodificabilidad del proyecto de fusión por parte de los socios, quedando limitada la competencia de la junta a su aprobación o denegación. En este último caso, el procedimiento tendría que reiniciarse⁷⁰. Ello se defiende así pues la fusión no puede ser modificada en instancias de junta general a discreción de solo una de las sociedades, debido a que el mismo proyecto

⁶⁸ Cfr., obra conjunta de MONTOYA MANFREDI, Ulises, MONTOYA ALBERTI, Ulises y MONTOYA ALBERTI, Hernando, “*Derecho Comercial*”, Tomo 1, 11a ed., Grijley, Lima, 2004, p. 372.

⁶⁹ Cfr. PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, pp. 364-365, quien, siguiendo la opinión de otros autores, señala que es necesario distinguir entre el supuesto en el que no hay más que una sociedad protagonista y el caso en el que participan varias sociedades, análisis con el cual estamos de acuerdo.

⁷⁰ Al negar la posibilidad de modificar en absoluto el proyecto de fusión se tendrá que reiniciar el procedimiento de fusión, realizar nuevas convocatorias y observar plazos que podrían dilatar la obtención de los acuerdos de fusión, con el impacto económico que ello pudiese ocasionar en la operación.

debe ser aprobado también de forma íntegra por las demás sociedades. En ese sentido, cualquier modificación del proyecto por parte de una sociedad no puede automáticamente obligar a las demás. Del mismo modo, se dice que si la junta lograra modificar el contenido del proyecto de fusión, entonces se estaría vulnerando el sistema informativo que se establece de forma previa a la celebración de la junta de las sociedades intervinientes.

Sin embargo, consideramos que nada debería impedir adoptar una solución intermedia en la cual la junta general pueda modificar algunos aspectos de la fusión con cargo a que las demás sociedades ratifiquen dichas modificaciones. Defendemos la posibilidad de modificación parcial en base a los siguientes argumentos:

- (i) La LGS no establece expresamente que las únicas posibilidades que tiene la junta general sean las de aprobar o denegar el proyecto de fusión; más bien, señala que las sociedades aprueban el proyecto de fusión con las “modificaciones que expresamente se acuerden”.
- (ii) Aceptar la modificación por parte de la junta resultará más útil y práctico pues permitirá crear situaciones de negociación focalizadas luego del proyecto, permitiendo incluir propuestas más ajustadas a los intereses de los accionistas y llegar a un acuerdo final.
- (iii) Negar la posibilidad de modificación es menos práctica de cara al reinicio del proceso, porque puede no dejar claro que el problema sea puntual o específico, y que por lo tanto una revisión “somera” de ese punto específico bastaría para destrabar el proceso.
- (iv) El carácter de órgano supremo y soberano de la junta general en toda sociedad, acompañado del principio de vinculación los acuerdos mayoritarios.
- (v) La alternativa que seguirán teniendo los accionistas de ejercer el derecho de separación como contrapartida al sometimiento del acuerdo mayoritario.
- (vi) Sobre todo, el carácter privado de la operación, por medio del cual las partes puedan lograr un consenso y finalidad sin tener que incurrir en costos o plazos adicionales para ello.

Asimismo, con respecto a la supuesta vulneración del sistema informativo que los órganos de administración deben observar de forma previa a favor de los accionistas, consideramos que no se puede considerar que la modificación del proyecto comporte obviar dichas garantías informativas, dado que las garantías informativas ya han desplegado de por sí su operatividad en el momento en que la información y los documentos correspondientes son puestos a disposición de los socios⁷¹. De todas formas, la decisión de modificar el proyecto de fusión no corresponde al órgano de administración de la sociedad, sujeto encargado de llevar a cabo estas garantías informativas.

Finalmente, debemos anotar una situación especial respecto a la fusión luego de su aprobación por junta. Nos referimos a la situación en la cual el valor de una o más de las sociedades participantes sea alterado (ya sea por causas ajenas o propias, por ejemplo, por el ejercicio del derecho de separación por parte de uno o varios accionistas), durante el transcurso del procedimiento de fusión luego a su aprobación, y como consecuencia de ello, se altere la relación de canje de las acciones⁷².

3. Efectos de la fusión en las sociedades anónimas

En virtud a la importancia y trascendencia de los acuerdos de fusión para la sociedad y terceros, es oportuno referirnos a las propiedades o características que contiene toda fusión de sociedades como operación societaria. Para ello, nos referiremos a los aspectos e implicancias jurídicas más relevantes que esta operación desencadena.

3.1. Propiedades esenciales de la fusión

Según la opinión compartida por varios juristas (con cuya apreciación concordamos), la fusión de sociedades anónimas tiene tres efectos esenciales y principales, los cuales son: (i) la transmisión universal de los patrimonios de las sociedades extinguidas (ii) la

⁷¹ Cfr. PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 371.

⁷² A esta situación nos referiremos en el capítulo tercero del presente trabajo. *Vid.*, infra n. 9.

extinción de por lo menos una sociedad o de todas, y, (iii) la incorporación de nuevos socios en la sociedad resultado⁷³.

Señalamos que son efectos esenciales ya que en una fusión deben ocurrir como mínimo estos tres efectos, caso contrario, no estaríamos propiamente ante una fusión sino ante otro tipo de proceso reorganizativo. De hecho, la LGS reconoce la presencia de estos tres efectos, de modo tal que en su artículo 344 (denominado precisamente “concepto y formas de fusión”), incluye estos tres elementos en su contenido. A continuación, haremos una breve descripción de dichos efectos:

- a. **Transmisión universal de patrimonios:** la transmisión o sucesión universal es quizá el efecto más importante y esperado por las sociedades participantes, pues a través de dicho efecto se evidencia la esencia de la fusión, esto es, la unión de distintos patrimonios en uno. MONTOYA MANFREDI⁷⁴ señala que es condición indispensable para la fusión que el patrimonio de las sociedades pase en su integridad a la nueva sociedad o a la incorporante, pues de otro modo habría que efectuar el proceso de liquidación. “Lo característico de esta transmisión es que se produce a título universal, de modo tal que la sociedad resultado sucede a las extinguidas en todas sus relaciones jurídicas”.

Una cuestión importante de esta sucesión es determinar el momento desde el cual empieza a surtir efecto. De hecho,

⁷³ Cfr. MENÉNDEZ, Aurelio y URÍA, Rodrigo, y otros; “*Lecciones de Derecho Mercantil*”, Civitas, Madrid, 2011, pp. 570-572; quienes señalan que la “fusión descansa siempre -tanto en los supuestos de fusión por creación de nueva sociedad como en los de fusión por absorción- en tres supuestos distintos, que puedan considerarse al tiempo como efectos legales de la misma al producirse *ministerio legis*”. Asimismo, cfr. GONZÁLEZ BARRÓN, Gunther, “*La nueva ley general de sociedades y su aplicación registral*”, Editorial Rodhas, 1998, p. 362, para quien los tres efectos mencionados son necesarios e imprescindibles para que nos encontremos en presencia de una fusión de sociedades. En caso de que no se presente alguna de dichas características -continúa el autor- no habrá propiamente una fusión. En este punto, cfr. CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, *op. cit.*, p. 833; VERÓN, *op. cit.*, Tomo V, pp. 57-61.

⁷⁴ MONTOYA MANFREDI, *op. cit.*, p. 371.

nuestra LGS -a diferencia de otras legislaciones⁷⁵- establece que las sociedades participantes deben fijar una fecha de entrada en vigencia, la cual podría ser anterior a su inscripción en los Registros Públicos. Asimismo, la norma supedita los efectos hasta que se produzca su inscripción. Por lo tanto, estaríamos hablando de una vigencia que empieza a surtir efectos desde la fecha escogida, pero que sus efectos solo hacia terceros de buena fe empiezan a desplegarse desde el momento de su inscripción⁷⁶.

- b. Extinción de las sociedades:** en nuestro ordenamiento jurídico, la extinción de la personalidad jurídica de sociedades se produce al momento de su inscripción en el Registro. Para que ello ocurra, la sociedad debe atravesar por un proceso de disolución y liquidación, para finalmente lograr la inscripción en el Registro. Sin embargo, a través de la fusión de sociedades, las sociedades que son absorbidas (ya sea por una sociedad nueva o preexistente), se extinguen una vez el proceso de fusión culmine, y sin necesidad de atravesar un proceso de disolución o liquidación. Esta característica distingue a la fusión de otros procesos con similar objetivo, tales como los procesos de adquisición de la totalidad de las cuotas mayoritarias del capital social⁷⁷.

Finalmente, cabe señalar que sobre este efecto, la doctrina ha discutido si también se extingue el vínculo social entre los

⁷⁵ MENÉNDEZ y URÍA (*op. cit.*, p. 570), señalan que la inscripción en el Registro Mercantil de España goza de eficacia constitutiva. Dichos autores fundamentan su posición dado que el artículo 46.1 de la LME en España señala expresamente que la eficacia de la fusión se producirá con la inscripción de la nueva sociedad.

⁷⁶ Entendemos que la intención de la LGS en permitir a las partes fijar una fecha de entrada en vigencia es la de otorgar celeridad a los procesos empresariales entre las mismas partes. Sin embargo, al permitir ello la ley habilita a las partes a que puedan fijar la fecha de entrada en vigencia, por ejemplo, al día siguiente de haber adoptado el acuerdo de fusión. Ello podría genera diversos inconvenientes, ya que podrían estar en curso la resolución de acciones derivadas del ejercicio del derecho de oposición o de separación.

⁷⁷ A través de la adquisición de acciones se obtiene la propiedad y el control de sociedades, empero, la sociedad adquirida subsiste luego de la operación.

socios de la sociedad que se extingue, y si para ello media un acuerdo de disolución implícito⁷⁸. Al respecto, consideramos que los socios de las sociedades que se extinguen acuerdan ampliar el vínculo social que los une, y de esta forma, incorporar nuevos socios a su vínculo⁷⁹. Sin perjuicio de ello, consideramos que en una fusión podemos identificar la unión de distintos vínculos sociales, quienes naturalmente podrán mantener dicha unión en función al interés que como conjunto tendrán en la toma de decisiones en la sociedad resultado.

- c. Incorporación de nuevos socios:** finalmente, la incorporación de nuevos socios en una fusión se produce como resultado de la negociación y la determinación de la relación de canje o paridad de cambio. En función a ello, se modificará la composición del accionariado de la sociedad resultado, y se adaptará la estructura de la sociedad para lograr la representatividad de los accionistas en la administración de la sociedad⁸⁰. En ese sentido, a diferencia de la transmisión universal de patrimonios o la extinción de las sociedades absorbidas (en donde sus efectos se producen de forma total e inobjetable), la composición del nuevo accionariado dependerá en gran medida de la relación de canje establecida. Por lo tanto, consideramos importante que

⁷⁸ En dicho sentido, la LGS establece en el artículo 345 que no se requiere acordar la disolución. Asimismo, cfr. ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 748, quien considera que la personalidad jurídica no se disuelve, como tampoco se disuelve el vínculo social, ni se liquida, simplemente se extingue. Por otro parte, GIRÓN TENA (“*Derecho de sociedades*”, Tomo I, Madrid, 1976, p. 360) se muestra a favor de la disolución y extinción del vínculo social originario.

⁷⁹ Del mismo modo, en una fusión por creación se evidencia la variación del vínculo social en todas las sociedades; mientras que, en la fusión por absorción, no podemos desconocer que la modificación del vínculo social en la sociedad absorbente también es evidente. *Vid.*, infra, n. 7.1

⁸⁰ Cabe señalar que una excepción a este efecto sería la denominada “fusión simple”, reconocida en el artículo 363 de la LGS. Sin embargo, consideramos que, más que una excepción, la fusión simple es un tipo de reorganización interna de la sociedad absorbente, ya que ésta es propietaria de la totalidad de las acciones de la sociedad absorbida. De todas formas, consideramos que es un tema que requerirá un análisis particular y especializado, por lo que no será revisado en el presente trabajo.

dicha esta ecuación no se vea alterada por otros factores durante el proceso de fusión, dado que es importante a fin de no perjudicar los objetivos planteados en el proyecto de fusión.

Además de estos tres efectos, otros autores⁸¹ incluyen como carácter esencial de la fusión la variación de la cifra del capital de la sociedad resultado, así como la creación de un organismo social enteramente nuevo. En nuestra opinión, no podemos reconocer la variación del capital social como un efecto principal, ya que como veremos más adelante⁸², esta no es una consecuencia necesaria de una fusión ordinaria entre sociedades anónimas. Por otro lado, consideramos que la creación de un organismo social enteramente nuevo es una consecuencia natural de la incorporación de nuevos socios, sin embargo, ello no necesariamente implica la creación de una empresa (actividad económica distinta) o persona jurídica nueva (ello solo ocurre en la fusión por constitución).

3.2. El aumento de capital social en la sociedad resultado

En relación a la incorporación de nuevos socios, consideramos importante referirnos a un tema un poco ahondado en la doctrina: el aumento de capital en la sociedad resultado. *Prima facie* parecería que el aumento de capital en una fusión de sociedades anónimas es una consecuencia automática de la fusión, dado que la sociedad resultado debe hacer entrega de acciones a favor de los socios de las sociedades absorbidas, y por la combinación de patrimonios suficientemente atractiva para las sociedades participantes⁸³. Sin embargo, existe una excepción por la cual la cifra del capital social no varía en una fusión por

⁸¹ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 743, HUNDSKOPF, “*La sociedad anónima*”, *op. cit.*, p. 510

⁸² *Vid.*, *infra*, n. 3.2

⁸³ Sobre el aumento de capital y la cifra en que ésta debe ser aumentado, la doctrina ha distinguido dos métodos para llevarlo a cabo: a través del principio de conservación de capital (suma de capitales sociales), y el principio de conservación de patrimonios. Este último ha sido el más apropiado para ello, dado que se consigue así una adecuación entre el capital social y el patrimonio de la sociedad resultado. Cfr., GARDEAZABAL y MARTÍNEZ, *op. cit.*, pp. 297-302.

la sola combinación de patrimonios, y esto ocurre cuando el valor del bloque patrimonial de la o las sociedades absorbidas es negativo⁸⁴.

Este asunto no ha sido contemplado por el legislador de la LGS, situación que a la fecha se ha mantenido inalterable. Sin embargo, la norma registral peruana se encargó de regular este tema en las disposiciones del Reglamento del Registro de Sociedades (RRS). De esta manera, el inciso d) del artículo 119 del RRS menciona lo siguiente:

“En caso que sea negativo el valor neto del bloque patrimonial que se transfiere, se dejará constancia de su monto y esa circunstancia producirá que la absorbente no aumente su capital ni emita nuevas acciones. Tratándose de fusión por constitución, se dejará constancia de que la nueva sociedad no emite acciones o participaciones sociales a favor de los socios de la sociedad que se extingue por fusión.”

Sobre este tema, SALAS SÁNCHEZ⁸⁵ menciona que el hecho de que “en la mayoría de los casos los bloques patrimoniales que se transfieren por la reorganización tengan un valor neto positivo, no debe llevar a ignorar el caso opuesto” en donde los valores netos sean negativos, dejándolo sin regulación alguna. En este supuesto, dicho autor asume que “las partes intervinientes asumen que, a pesar de la existencia de pérdidas, la sociedad a ser absorbida tiene otros elementos o cualidades que motivan suficientemente una fusión, sea que ellos estén o no puestos de manifiesto en el respectivo balance”.

En ese sentido, “al trasladarse las cuentas que integran un bloque patrimonial negativo, el capital integrado en él no existe pues su valor ha sido íntegramente absorbido por las pérdidas o por el valor de los pasivos superior al de los activos”⁸⁶. Por ello, no se producirá un aumento de

⁸⁴ Ibíd., p. 317, quienes reconocen la absorción de una sociedad con patrimonio neto negativo como una excepción al aumento de capital en una fusión.

⁸⁵ SALAS SÁNCHEZ, Julio, “*El valor neto negativo del bloque patrimonial que se transfiere en los procesos de reorganización societaria*”, en *Ius Et Veritas*, 25, 2002, p. 162.

⁸⁶ Ibíd., p. 164.

capital dado que no hay nada que sumar, y como consecuencia de ello, tampoco habrá acciones por emitir en la sociedad resultado⁸⁷. Sin embargo, ello no implica que la sociedad resultado o los accionistas de la sociedad fusionante se vean perjudicados. La sociedad resultado podrá estar dispuesta a recibir un patrimonio negativo pero que contenga valores intangibles que hagan que esté dispuesta a otorgar acciones.

Por otro lado, como efecto esencial de la fusión, debe efectuarse la incorporación de socios a través de la entrega de acciones a los accionistas de la sociedad absorbida. La interrogante que surge en ese sentido será la siguiente: si no existen acciones por emitir, ¿cómo se hará entrega de acciones nuevas a los nuevos socios?

Consideramos que no es posible pactar en el proyecto de fusión la transferencia de acciones entre socios de la sociedad absorbente a favor de los socios de la sociedad absorbida, pues surgen diversos problemas de distintos tipos⁸⁸. La única alternativa que creemos existe para ello, será mediante la entrega de acciones propias⁸⁹, o la capitalización de utilidades, primas de capital, o reservas libres de la o las sociedades absorbentes. En este último caso, los socios de la sociedad absorbente podrán acordar válidamente disponer de estas cuentas con la finalidad de que se realice un aumento de capital, cuyas acciones emitidas sean suscritas por los socios de las sociedades absorbidas con valor patrimonial negativo⁹⁰.

⁸⁷ Ibíd., p. 164.

⁸⁸ En primer lugar, la entrega de acciones se realiza por parte de la sociedad resultado, y no a través de sus accionistas, dado que la obligación es de esta sociedad. Asimismo, reconocer la posibilidad de que los accionistas deban transferir sus acciones (por más de que cuente con el voto mayoritario para ello) sería atentar contra el derecho de propiedad de éstos accionistas, como una suerte de expropiación sin fundamento constitucional alguno.

⁸⁹ Esta posibilidad la reconocía GIRÓN TENA, (*"Sociedades mercantiles"*, 2a ed. Parte Especial II-2, Valladolid, 1962, p. 777), quien señalaba que el capital de la absorbente normalmente deberá ser elevado para que se produzca la correspondencia con el número de acciones que se han de entregar a los nuevos socios procedentes de las sociedades a extinguir. Pero no necesita ocurrir así, y pueden ser aplicadas acciones propias, poseídas por la sociedad.

⁹⁰ Algunos autores han resaltado la calidad del aumento de capital que se produce en una fusión, señalando que el mismo constituye una operación adyacente a la fusión

3.3. Protección legal de intereses

La LGS, al igual que la mayoría de todas las legislaciones en el Derecho comparado, regula un procedimiento especial para la adopción y ejecución de la fusión. Nos referimos como “especial” dado que contiene condiciones y aspectos procedimentales que difieren de los requisitos comunes a todo acuerdo adoptado por junta general. Dentro de estos aspectos, se encuentra la protección de intereses que la ley desarrolla a favor de determinados sujetos relacionados con la sociedad. Cabe señalar que en una fusión hay otros intereses que son cubiertos por otras normas, tales como la protección de derechos laborales (la cual se ve cubierta a través del principio de continuidad laboral⁹¹), las normas tributarias destinadas a recaudar impuestos, la protección de la competencia en el mercado, etc.

Sin embargo, para efectos del presente trabajo nos interesa resaltar la protección específica que la LGS efectúa en dos supuestos: (i) el derecho de oposición de los acreedores de las sociedades participantes, y (ii) el derecho de separación de los socios que se encuentran disconformes con la fusión.

sin carácter propio. En tal sentido, no le es aplicable las reglas comunes al aumento de capital, tales como el derecho de suscripción preferente o la obligatoriedad del desembolso mínimo. *Vid.*, Cfr., GARDEAZABAL y MARTÍNEZ, *op. cit.*, p. 292; PÉREZ TROYA, “*La determinación...*”, *op. cit.*, p. 34.

⁹¹ En el Perú, ni la Ley de Productividad y Competitividad Laboral ni la LGS establecen expresamente qué ocurre con los trabajadores en el caso de una reorganización empresarial, sin embargo, existen otras normas afines que sí reconocen la aplicación del principio, tales como la Ley de Relaciones Colectivas de Trabajo. Asimismo, debemos destacar la el Decreto Legislativo 856, por medio del cual se establece la prioridad de los créditos laborales sobre cualquier otra obligación del empleador (en algunos casos con carácter persecutorio de los bienes del negocio), señalando que este privilegio se extiende a quien sustituya total o parcialmente al empleador. Del mismo modo, resaltamos la aplicación de la Ley 2259 en materia laboral, por la cual los trabajadores del transferente podrían llegar a exigir su acreencia laboral pendiente al adquirente de un establecimiento comercial o industrial de una manera solidaria.

a. Derecho de oposición

En una fusión, el artículo 359 de la LGS otorga a los acreedores de cualquiera de las sociedades participantes el derecho a oponerse a la fusión si considera que como consecuencia de ella su crédito no va a encontrarse adecuadamente garantizado. Este dispositivo se remite íntegramente a lo dispuesto en el artículo 219 sobre este derecho:

“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.
(...)”

Este derecho se fundamenta en el supuesto en que -a solo criterio del acreedor- la fusión esté poniendo en riesgo la garantía de pago de su acreencia cuando este no se encuentre debidamente garantizado. El ejercicio de este derecho ocasionará que deba suspenderse el procedimiento de fusión hasta que la sociedad pague sus créditos o los garantice a satisfacción del juez.

Respecto a ello, nos preguntamos si es necesario que el derecho de oposición sea amparado por la norma en los procesos de fusión. El derecho de oposición es una institución que nació como una garantía de los socios al momento de reducir el capital, dado que lógicamente se pone en riesgo la garantía con la que cuentan los acreedores⁹². Sin embargo, en una fusión sucede todo lo contrario. En principio, el propósito de una fusión es que el capital de la sociedad resultado aumente en virtud a la combinación de patrimonios positivos, lo cual general que esta sociedad se vuelva más solvente.

Asimismo, la doctrina⁹³ señala que el reconocimiento de este derecho en la fusión se debe a la aplicación de la regla de derecho civil que busca el consentimiento del acreedor ante el cambio de deudor, lo que se denomina como la novación subjetiva pasiva. En ese sentido, algunos autores defienden que la razón por la cual este derecho es reconocido ante la fusión es por el cambio de acreedor que sucede en una fusión, bajo lo cual es necesario contar con el consentimiento de todos los acreedores. Creemos que dicha apreciación es inexacta pues, como efecto esencial de la fusión, lo que sucede es una sucesión a título universal del patrimonio. Ello implica que la totalidad de activos y pasivos de una sociedad se transfiere a otra y no tendría por qué alterarse una acreencia.

En este aspecto, DE LA CÁMARA⁹⁴ es de la opinión que la sucesión universal por fusión es similar a la sucesión hereditaria cuando una persona fallece. En este caso, estamos de acuerdo con la opinión de dicho autor cuando opina que la desaparición del deudor primitivo es un hecho que sus acreedores no pueden

⁹² Cfr. HERRADA BAZÁN, Víctor, “*Capitalización de créditos y derecho de suscripción preferente*”, Palestra Editores, Lima, 2015, p. 26, quien señala que una de las funciones del capital social es constituir una cifra referencial que asegura a los acreedores que el patrimonio neto con que la sociedad cuenta para satisfacer sus deudas asciende, como mínimo, a la cifra indicada en los estatutos.

⁹³ En este caso, la doctrina española que comentó la Ley de Sociedades Anónimas de 1951. Cfr. GARDEAZABAL y MARTÍNEZ, *op. cit.*, p. 277.

⁹⁴ DE LA CÁMARA, *op. cit.*, p. 396.

evitar, y consecuentemente, deberán mantener una relación jurídica con los herederos. En ese sentido, al igual que en la fusión, el artículo 875 del Código Civil peruano reconoce la potestad a los acreedores de la “herencia de oponerse a la partición y al pago o entrega de los legados, mientras no se le satisfaga al acreedor su deuda o se le asegure su pago”.

Por otro lado, al ser este derecho plenamente subjetivo, ello genera que cualquier acreedor pueda considerar que su crédito no se encuentra “adecuadamente garantizado”, inclusive si el mismo ya cuenta con garantías. Es decir, el acreedor puede llegar a pensar que por la fusión su crédito necesita aún más garantías de las que ya tiene constituidas. Empero, podría argumentarse en contra que la LGS reconoce una sanción judicial ante las oposiciones de mala fe o sin fundamento, la cual se determinaría por el juez de acuerdo a la gravedad del asunto. Esta sanción puede incluir una penalidad e indemnización a cargo del opositor de mala fe, y su cuantía dependerá de la magnitud e importancia económica de la fusión.

No obstante, creemos que la protección de acreedores sí resulta necesaria en una fusión, aunque podría reformularse en un mejor sentido para una mejor aplicación. La razón de ello es que, como hemos visto anteriormente⁹⁵, existe la posibilidad de que la fusión se lleve a cabo con sociedades con patrimonio negativo que disminuya la posibilidad de la sociedad de cumplir sus acreencias si es que estas no se encuentran “adecuadamente garantizadas”. Ante esta situación un poco extrema, consideramos que sí resultará necesaria la protección de los acreedores.

En ese sentido, compartimos la sensata regulación que en esta materia la Comunidad Económica Europea, a través de la Tercera Directiva 78/855, ha usado como ante esta situación. El artículo 13 de esta norma comunitaria redujo el ámbito de protección de los acreedores señalando que dicha protección

⁹⁵ *Vid.*, supra, n. 3.2

debe suponer el derecho a la obtención de garantías si no disponen ya de ellas, solo cuando la situación financiera de las sociedades fusionantes haga necesaria esa protección.

b. Derecho de separación

El segundo interés que la LGS protege es el llamado derecho de separación del accionista, al cual nos referiremos ampliamente en los siguientes capítulos, especialmente en el contexto de una fusión de sociedades.

CAPÍTULO II

La institución del derecho de separación en el Derecho de sociedades

4. El derecho de separación o de receso en la doctrina

Según los antecedentes normativos y la opinión autorizada en la doctrina⁹⁶, los fundamentos del derecho de separación se remiten al contraste existente entre mayorías y minorías dentro de la sociedad, dilema que ha sido siempre una constante desde la aparición de las primeras formas societarias. Sin embargo, las legislaciones societarias actuales concuerdan en que, en la adopción de acuerdos societarios, siempre prevalecerá la decisión del órgano máximo de la sociedad representado a través de su mayoría⁹⁷.

De esta forma, uno de los principios que emana de la sociedad anónima es el de sumisión al voto mayoritario. Este principio es parte de la esencia del derecho societario, y cuya aplicación resulta fundamental para el coherente desarrollo de las operaciones societarias. Dentro de este principio, se reconoce la capacidad de las mayorías -por lo general más elevada- de modificar los estatutos, adaptando la sociedad a los diversos

⁹⁶ Así lo señala BRENES CORTÉS, Josefa, (“*El derecho de separación del accionista*”, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, p. 49), cuando indica que este contraste es uno de los temas más importantes de la teoría de las sociedades de capital.

⁹⁷ RODAS PAREDES, Paola, “*La separación del socio en la Ley de Sociedades de Capital*”, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-Saõ Paulo, 2013, pp. 21-22.

cambios económicos y empresariales por los cuales una empresa atraviesa.

Es así que el dinamismo económico y la evolución tecnológica que fue surgiendo a lo largo del siglo XX, fue originando la necesidad de adaptar los grupos económicos a distintos escenarios, lo cual devino en la exigencia de modificar las condiciones del contrato social a las nuevas exigencias económicas. Esta situación fue abriendo el camino para que las leyes puedan reconocer la modificación del contrato de sociedad por decisión de los grupos mayoritarios en una sociedad. Ello implicó que el contrato social pueda ser alterado sin la aprobación de éstos, provocando que dicho socio deba someterse inexorablemente a la voluntad de la mayoría⁹⁸.

Sin embargo, este principio no puede ni debe tener un carácter absoluto⁹⁹. Como menciona FARRANDO MIGUEL, una vez aceptada la regla de la mayoría puede adaptar la estructura de la sociedad hacia nuevas necesidades, solo resta un paso para aceptar que la modificación de la estructura básica también puede acordarse mayoritariamente, no siendo preciso contar con la voluntad de todos los socios. Esta habilitación normativa que permite a la mayoría adoptar este tipo de acuerdos es el fundamento originario de la existencia del derecho de separación¹⁰⁰. Ante este escenario se encontró el legislador italiano que,

⁹⁸ FARRANDO MIGUEL, Ignacio, *“El derecho de separación del socio en la ley de sociedades anónimas y la ley de sociedades de responsabilidad limitada”*, Civitas, Madrid, 1998, p. 53-56.

⁹⁹ Sobre este principio, SALAS SÁNCHEZ (*“Algunas consideraciones sobre el derecho de impugnación de los acuerdos de las juntas de accionistas”*), en Revista del Instituto Peruano de Derecho Tributario, v. 14, 1998, Lima, pp. 37-41), trata de los dos grupos de teorías que desarrollan los límites al principio mayoritario: teoría de los límites objetivos y teoría de los límites subjetivos.

¹⁰⁰ Esta construcción doctrinal también fue afirmada en EEUU para el appraisal right. En ese sentido, *Vid.*, CLARK, Robert, *“Corporate Law”*, Little, Brown and Company, Boston, 1986, p. 443-444. Asimismo, este fundamento originario puede verse complementado con otros criterios necesarios para asegurar por otro lado un correcto y eficiente desarrollo del derecho de separación. Estos otros criterios se encuentran ligados a la prevención de que determinadas decisiones mayoritarias puedan retraer la inversión en las sociedades de capital. Cfr. FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 57.

como veremos más adelante, fue el primero que planteó el retiro del accionista como alternativa ante dicha situación. En ese contexto, entendió que el principio de subordinación a la mayoría es atenuado por el denominado derecho de separación del socio.

4.1. Naturaleza jurídica de la institución

A lo largo de existencia legal del derecho de separación del accionista, han surgido diversas teorías que tienen como objetivo explicar la naturaleza jurídica de este derecho. En ese sentido, haremos un repaso breve de las teorías que se han planteado en la doctrina para explicar este fenómeno societario:

- a. **Teoría de la ley:** los fundamentos de esta teoría recaen en que dicha institución tiene su origen en la voluntad del legislador, quien configura este derecho como institución de orden público y, por ende, irrenunciable por su titular¹⁰¹. En nuestra opinión, compartimos parcialmente la teoría de la ley, pues si bien en sus orígenes el reconocimiento del derecho de separación se hizo a través de la voluntad del legislador, actualmente diversas leyes (incluida la LGS) permite al estatuto incluir supuestos bajo los cuales los socios puedan ejercer el derecho de separación.
- b. **Teoría del contrato:** esta teoría parte de la premisa de que la sociedad tiene su origen en un negocio jurídico constitutivo que se adscribe a la amplia categoría de los contratos¹⁰². En ese sentido, esta teoría trata de fundamentar el derecho de separación como un supuesto de terminación parcial del contrato de sociedad por la concurrencia de una causal. Esta posibilidad

¹⁰¹ BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 96. En la LGS, el derecho de separación es inderogable para la voluntad de las partes, de modo tal que sanciona con nulidad todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio.

¹⁰² Existen otras teorías que explican la naturaleza jurídica de la sociedad, tales como la teoría del acto constitutivo o del acto complejo (*Vid.*, MONTROYA, *op. cit.*, pp. 139-142, sobre el desarrollo de estas teorías en la doctrina peruana). Por otro lado, GARRIGUES, (“*Curso de derecho mercantil*”, 7a, ed., Tomo 1, Temis, Bogotá, 1987, p. 253) afirmaba que el fundamento del derecho de separación constituía una remota reminiscencia de la concepción contractualista de la sociedad anónima.

se fundamenta en el cambio de condiciones del contrato a pesar de la falta de consentimiento del accionista, por ende, éste puede separarse obteniendo la devolución de sus aportaciones. Dentro de esta teoría, se encuentran otras teorías, tales como la resolución contractual o la superveniencia contractual.¹⁰³

- c. **Acto unilateral recepticio:** este postulado estima que el derecho de separación es un acto unilateral que no requiere aceptación por la sociedad y que está automáticamente autorizado con la sola aprobación de la asamblea o junta general del asunto que otorga tal derecho¹⁰⁴. Esta teoría se apoya en la construcción contractualista sobre la denuncia unilateral del contrato¹⁰⁵, la cual señala que no todos los contratos tienen que ser revocados por ambas partes, lo cual puede dar lugar cuando se admite el disentimiento unilateral en ciertos contratos (en este caso, el contrato de sociedad).

Luego de revisar estas posturas, consideramos necesario reconocer el propósito o finalidad que tiene el derecho de separación en el Derecho de sociedades. Desde una perspectiva neutral, la doctrina concibe el derecho de separación como un instrumento de tutela del socio minoritario frente a decisiones mayoritarias válidas y eficaces, pero que al fin y al cabo modifican el contrato de sociedad de forma sustancial¹⁰⁶. Esta modificación sustancial puede bien estar prevista en la ley como también puede estar prevista por las propias partes al incluir supuestos estatutarios para el ejercicio del derecho de separación.

¹⁰³ BRENES CORTÉS (*op. cit.*, pp. 102-128) desarrolla un repaso sobre estas sub-teorías contractuales. La *teoría de la resolución contractual* se fundamenta en la regulación civil sobre relaciones bilaterales sinalagmáticas (regulado en los artículos 1426 y siguientes del Código Civil peruano), en las cuales, si uno de los obligados no cumple lo que le incumbe y el otro sí, éste último puede exigir que se imponga el cumplimiento forzoso o la resolución de la obligación, más una indemnización. Por otro parte, la *teoría de la superveniencia contractual*, la cual señala que el origen del derecho de separación puede encontrarse en la resolución del contrato por modificación sobrevenida del contrato celebrado entre las partes.

¹⁰⁴ Cfr., VERÓN, *op. cit.*, Tomo III, p. 954.

¹⁰⁵ Cfr., BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 129-130.

¹⁰⁶ *Ibíd.*, p. 153; ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 407.

Sin embargo, consideramos que actualmente la consideración de “sustancial” se encuentra relativizada al permitir que las partes puedan incluir causales estatutarias, lo cual a nuestro parecer es válido¹⁰⁷. A su vez, hoy en día observamos que estas causales estatutarias pueden no ser modificaciones al contrato de sociedad, sino que pueden versar sobre otras materias. En ese sentido, creemos que dichos acuerdos sociales no necesariamente deben estar ligados a alguna modificación estatutaria que implique la modificación sustancial del contrato, dado que este derecho puede reconocerse ante otros acuerdos relacionados con la operatividad o el negocio de la sociedad (dichos acuerdos serían, por ejemplo, el cambio de administración, ausencia en el reparto de dividendos, reducción del número de socios, venta de activos, etc.).

Por lo tanto, más allá de revisar el origen de la causalidad del derecho de separación, consideramos que el *quid* del asunto para entender la naturaleza jurídica del derecho de separación como un derecho individual del accionista que opera como instrumento de protección efectiva ante acuerdos mayoritarios, sin ahondar en el aspecto modificativo del contrato de sociedad ni en la trascendencia del acuerdo adoptado¹⁰⁸. Asimismo, es importante considerar que esta tutela deba ser efectiva, es decir, que la protección al accionista minoritario surja como respuesta a una afectación real e inevitable para el aquel. Como consecuencia de ello, en caso no haya un interés actual protegible al accionista que se vea afectado por el acuerdo societario, consideramos que no debería concederse el ejercicio del derecho de separación pues no habría necesidad de tutela.

Por otro lado, es importante tener en cuenta la configuración cuantitativa de este derecho de naturaleza económica. Esta configuración no solo se evidencia en su carácter de derecho económico (así como el derecho de suscripción preferente, derecho al dividendo, etc.), sino también por el impacto económico que ocasione en la luego de su

¹⁰⁷ *Vid.*, infra n. 4.2.

¹⁰⁸ En ese sentido, nos acogemos a la apreciación de GALGANO (“*Diritto commerciale. Le società*” traducido por GUERRERO, *op. cit.*, p. 324), quien señala que la tutela del socio frente a acuerdos sociales mayoritarios se realiza únicamente mediante el reconocimiento a los accionistas disidentes del derecho de separación de la sociedad.

ejercicio, y en menor medida, por el interés económico que subyace su atribución al socio¹⁰⁹.

4.2. Supuestos doctrinales e inclusión estatutaria

Desde la creación del derecho de separación en Italia, el Derecho comparado y la doctrina han venido desarrollando distintas causales en el Derecho societario que permiten la activación de este derecho. Algunas de ellas son unánimes en la mayoría de legislaciones nacionales, otras de ellas menos frecuentes, y algunas inclusive, propias de cada sistema legal. En este apartado, haremos una referencia breve a algunos supuestos que han sido comúnmente aceptados en las legislaciones del Derecho comparado y en la doctrina, los cuales a su vez han sido reconocidos por la LGS:

- a. **Cambio de objeto social:** dentro de las causales que pertenecen a las modificaciones estatutarias, el cambio de objeto social es quizá el supuesto más importante dado que implica la modificación de la actividad económica desarrollada por la sociedad. Al respecto, nos preguntamos si este supuesto involucra cambios totales o parciales del objeto social. Existen casos en que la sociedad debe realizar una ampliación de su objeto social con la finalidad de incluir actividades económicas, o reducir actividades anteriormente contempladas. En ese sentido, la doctrina señala que la modificación debe representar un cambio sustancial en el objeto del negocio¹¹⁰. Otros autores señalan que la sociedad se encuentra limitada a realizar solo las actividades que sus estatutos reconocen, por ende cualquier modificación resultará vital¹¹¹.

¹⁰⁹ Cfr. FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 160.

¹¹⁰ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 391; FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, pp. 88-90. ATOCHE FERNÁNDEZ (“*Estatutos societarios: problemas jurisprudenciales en su modificación*”, 1a ed., Gaceta Jurídica, Lima, 2015), señala que reconocer el derecho de separación ante cambios no sustanciales implicaría el ejercicio de este derecho de forma irrestricta y arbitraria.

¹¹¹ Cfr., BEAUMONT, *op. cit.*, p. 411.

Creemos que la solución no debe quedar zanjada en la doctrina sino más bien a través de la casuística, dado que no es fácil determinar qué acuerdos son sustanciales o no, y ello dependerá del criterio de cada accionista. En efecto, puede que la ampliación o disminución de actividades genere mayor o menor recaudación económica a la sociedad, de modo tal que dicho cambio “no sustancial” sí termine impactando económicamente a la sociedad

- b. Traslado de la sociedad al extranjero:** sobre este supuesto, existe un consentimiento casi unánime en el Derecho comparado sobre su reconocimiento. Evidentemente, el cambio de domicilio de la sociedad dificultará al accionista ejercitar sus derechos de concurrencia, participación, voto y fiscalización¹¹². Asimismo, la doctrina planteó la posibilidad de que se reconozca este derecho cuando sea consecuencia de la adopción de otros acuerdos en los que la ley no reconozca este derecho¹¹³.

En este caso, gran parte de la doctrina¹¹⁴ no ha dudado en afirmar que el derecho de separación debe reconocerse, ya que las repercusiones para los accionistas son las mismas (o incluso más graves), y que lo que no se debe permitir es que a través de otros mecanismos pueda defraudarse la tutela de los accionistas ante supuestos sí reconocidos por la norma.

- c. Limitación a la transmisibilidad de acciones:** el reconocimiento de esta limitación se encuentra relacionado a la transferencia, gravamen o afectación de acciones, su admisión no es reconocida por todas las legislaciones¹¹⁵. Cabe señalar que las limitaciones

¹¹² ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 410

¹¹³ Por ejemplo, en España el acuerdo de fusión puede –indirectamente– implicar también el cambio del objeto social o cualquier otra modificación de estatutos que reconozca el derecho de separación.

¹¹⁴ BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 314-319.

¹¹⁵ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 410

que se establezcan nunca deben ser absolutas¹¹⁶, es decir, no pueden impedir indefinidamente la transferencia de la acción. Asimismo, la LGS, a diferencia de la anterior norma societaria, establece que el derecho de separación no solo se reconozca al limitarse la transmisibilidad de acciones, sino también en caso se modifiquen las ya existentes.

Por otro lado, la LGS señala (en su artículo 101), que toda prohibición temporal acordada por junta solo alcanza a las acciones de quienes hayan votado a favor del acuerdo, debiendo en dicho acto separarse dichas acciones en otra clase. En ese sentido, nos preguntamos si al establecer dicho mecanismo, también podría un accionista, que no votó a favor del acuerdo de prohibición temporal, ejercer el derecho de separación. A nuestro parecer, la respuesta sería negativa, dado que el acuerdo de prohibición temporal no es un acuerdo que obligue al socio, de forma tal que no es necesario tutelar sus intereses. Ello va de la mano con la protección real y efectiva del derecho de separación que hemos remarcado anteriormente¹¹⁷.

- d. Transformación, Fusión, Escisión:** la LGS reconoce el derecho de separación ante estos procesos de reorganización societaria, remitiendo su aplicación al artículo 200 que se ocupa de regular este derecho. Estos procesos implican un cambio trascendente a la sociedad, y pueden significar también la adopción de otros acuerdos accesorios que reconocen a su vez la aplicación del derecho de separación. Sin embargo, la aceptación de estas causales en el Derecho comparado no ha sido tampoco unánime.

En el capítulo tercero del presente trabajo nos referiremos al reconocimiento legal de la fusión como supuesto del derecho de separación, su orígenes y fundamentos, así como a los efectos que

¹¹⁶ Ello atentaría contra el carácter circulatorio y negociable de la acción. Sin embargo, es válido el reconocimiento del derecho de adquisición preferente en una sociedad anónima.

¹¹⁷ *Vid.*, supra, n. 4.1.

produce el ejercicio de este derecho en una fusión entre sociedades anónimas.

Por otro lado, actualmente la LGS reconoce la potestad de la sociedad de incluir causales adicionales al derecho de separación. Sin embargo, esta potestad ha sido tema controvertido en la doctrina internacional¹¹⁸. Algunos autores¹¹⁹ se han mostrado en contra de la inclusión estatutaria del derecho de separación, señalando que este derecho fue concebido como una excepción al principio de sometimiento a las decisiones mayoritarias, por lo tanto, su carácter excepcional debe mantenerse. Del mismo modo, aceptar la inclusión estatutaria originaría que la autonomía privada pueda desnaturalizar este derecho, al poder obviarlo para supuestos o acuerdos relevantes para la sociedad, y, por el contrario, reconocerlo para asuntos no tan relevantes. Finalmente, en algunas legislaciones¹²⁰, serviría como herramienta para defraudar las intenciones restrictivas del legislador, al poder incluir causales que no hayan sido consideradas por el mismo (por ejemplo, la fusión de sociedades como supuesto).

Sin embargo, al margen de que nuestra LGS reconozca la inclusión estatutaria, creemos que, si bien el derecho de separación fue catalogado en su origen como un derecho excepcional, hoy en día no podemos rechazar la posibilidad de que ya no tenga necesariamente que concebirse de esa manera. De hecho, nuestra LGS lo enuncia como un “derecho mínimo”, o sea, algo que “no se puede reducir”, pero ello no quita que no pueda ser ampliado. Dicho esto, consideramos que nada debe impedir que las partes pueden establecer y adecuar sus intereses en el contrato de sociedad en tanto no contradigan los principios configuradores del tipo¹²¹ o leyes imperativas.

¹¹⁸ PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 538-543; BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 160-164. Esta discusión fue planteada por la doctrina italiana, en donde las posturas fueron discrepantes y la jurisprudencia se mostró contraria a esta posibilidad. En España, por el contrario, a raíz de lo dispuesto en la LSA de 1951, la respuesta fue positiva en la doctrina.

¹¹⁹ PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 539 (notas de pie de página).

¹²⁰ En este caso, la mayoría de las legislaciones europeas a raíz de la emisión de la Tercera Directiva 78/855/CEE.

¹²¹ Posición distinta mantenemos con respecto a la sociedad anónima abierta, dado que no resulta congruente con su carácter abierto permitir que los socios puedan rescatar el valor de su participación a costa de la sociedad, cuando, sin comprometer los recursos de la sociedad, pueden enajenar sus acciones en el

Asimismo, el artículo 200 de la LGS sobre el derecho de separación, reconoce de por sí los supuestos considerados como relevantes y trascendentes para la sociedad, señalando imperativamente que las partes no podrán restringir dichos supuestos por vía estatutaria. En ese sentido, consideramos que otorgar dicha autonomía a las partes no significa que las mismas puedan desnaturalizar el derecho de separación, dado que las causales más relevantes ya se encuentran preestablecidas por la ley. Por lo tanto, no debería existir impedimento para incluir causales de separación en el estatuto de una sociedad anónima.

4.3. Críticas al derecho de separación

Hemos señalado que el derecho de separación no es un derecho que cuente con una implantación universal. Ello se debe a que este derecho es una institución que ha sido polémica desde sus inicios, y a la fecha, su reconocimiento sigue siendo discutido en la doctrina nacional e internacional¹²². A continuación, haremos un repaso por las principales críticas elaboradas en contra de la admisión de este derecho, para posteriormente tomar una postura al respecto.

- a) **Reconocimiento legal arbitrario:** acerca del reconocimiento legal de este derecho en los ordenamientos nacionales, algunos autores critican la inconsistencia de que el ordenamiento jurídico acepte ciertos motivos como causas de separación e ignore otros que también tienen una incidencia económico argumentable (cambio en la política de dividendos)¹²³. Por otro lado, se critica que la ley no solo castiga acuerdos mayoritarios con la opción de

mercado. Sin embargo, conforme hemos señalado anteriormente, la tutela del accionista para invocar el derecho de separación debe ser efectiva y real. En ese sentido, en caso la sociedad anónima abierta no tenga una cotización vigente y por ello no cuente con liquidez en el mercado, consideramos que los accionistas podrán invocar válidamente el derecho de separación.

¹²² FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 72; ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 772, quien lo cataloga como una institución polémica.

¹²³ En el sistema norteamericano, MANNING, Bayless (*"The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker"*, Yale L.J. 1962, p. 242). Por su parte, MESSINEO y BRUNETTI (citados por ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 408), opinan que, si en la sociedad anónima se admitiese con mayor amplitud el derecho de separación, podría detenerse fácilmente la vida de la sociedad o ponerla en estado de crisis.

que los accionistas puedan separarse, sino que tampoco permite a los socios fundadores el poder obviar estos supuestos legales al constituir la sociedad, dado que sanciona con nulidad todo pacto al respecto.

Al respecto, opinamos que el reconocimiento legal de algunos supuestos no tiene un componente arbitrario sino, por el contrario, necesario y razonable. Es decir, el legislador incluye supuestos legales de separación en forma de un listado mínimo de acuerdos considerados importantes para la sociedad y para los intereses del accionista, cuya trascendencia es de por sí difícil de contraargumentar. De esta manera, se dota al derecho de separación de un contenido mínimo indispensable, lo no implica que ello agote de por sí la configuración de este derecho. Por ello, y como evidencia de la falta de arbitrariedad en su regulación, el mismo legislador permite que las partes pueden ampliar su ámbito de aplicación en el caso concreto, reconociendo supuestos adicionales en los estatutos sociales.

Asimismo, con respecto a la incapacidad de las partes de suprimir los supuestos legales preestablecidos, consideramos que la ley no hace más que adoptar –en virtud al *ius imperium*– una posición proteccionista y conservadora a efectos de garantizar la existencia del derecho de separación en la sociedad. En ese sentido, no permite que se diseñe una sociedad que niega de plano la posibilidad de ejercer el derecho de separación para ningún caso, lo cual sí sería del todo arbitrario.

- b) Contravención al principio de sumisión al voto mayoritario:** algunos detractores señalan que el reconocimiento del derecho de separación desnaturaliza el principio de mando de las mayorías, y que ello podría llegar a originar la crisis o el fin de una persona jurídica¹²⁴. Este argumento fue plenamente debatido por los países europeos durante el siglo XIX¹²⁵,

¹²⁴ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 772.

¹²⁵ *Vid.*, *infra*, n. 5.1.

Al respecto, consideramos que dicha “contravención” puede mirarse desde otra perspectiva. En efecto, lo que produce el derecho de separación no es contravenir el principio de sumisión al voto mayoritario, más bien, lo que hace es confirmar dicho principio. Me explico: el ejercicio del derecho de separación no implica que la voluntad de la mayoría no pueda decidir acuerdos que considere importantes y oportunos para la sociedad. Si esto fuese así, entonces definitivamente estamos ante una institución que podría restringir arbitrariamente este principio. Lo que en realidad sucede, es que este derecho otorga una fundamentada alternativa jurídica al accionista para salir de la sociedad, pero no impide que el acuerdo finalmente pueda adoptarse en aras del interés general. En ese sentido, el derecho de separación puede limitar o poner en perspectiva la adopción de un acuerdo, pero nunca contravenir ni oponerse a que la sociedad pueda tomar decisiones válidas y eficaces.

Por ello, el derecho no debería entenderse como una excepción al principio de vinculación a los acuerdos mayoritarios, sino más bien debería plantearse como una confirmación del tal principio.

- c) **Descapitalización de recursos de la sociedad:** Finalmente, uno de los argumentos – quizá el más contundente de todos – es el peligro que ocasiona el ejercicio del derecho de separación hacia el patrimonio de la sociedad. En ese sentido, la doctrina no ha dudado en expresar dicha preocupación al referirse al tema¹²⁶. Esta descapitalización se produce en el momento en que debe

¹²⁶ Cfr. FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 72). Este autor a su vez se refiere a diversos autores que han emitido un comentario similar; BROSETA PONT (“*Cambio de objeto y ampliación de operaciones sociales en la Ley española de Sociedades Anónimas*”, I, Madrid, 1971, p. 55), quien señala que este derecho debilita el patrimonio social, y a veces, la continuación de la empresa; DE LA CÁMARA (*op. cit.*, p. 34), opina que su ejercicio comporta una perturbación; EMBID IRUJO, (“*Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*”, Centro de publicaciones, Ministerio de Justicia, 1987, p. 31), que se refiere como peligro de descapitalización en situación de grupo; GIRÓN TENA, (“*Derecho de sociedades*”, *op. cit.*, p. 468), quien por su parte señala que el principal reparo (al derecho de separación) es el efecto negativo que provoca en el patrimonio social. En la doctrina norteamericana, CLARK, *op. cit.*, p. 446.

efectuarse el reembolso del valor de las acciones al socio disidente, lo cual podría impedir que se adopte un acuerdo social beneficioso para la sociedad. Incluso, algunos autores señalan que el desembolso podría llevar a la sociedad a disolverse¹²⁷.

Sin embargo, conforme veremos posteriormente¹²⁸, existe la posibilidad de contrarrestar la “descapitalización” de la sociedad recurriendo a alternativas o estrategias que eviten que la sociedad deba realizar el reembolso de las acciones con sus propios recursos.

Luego de haber desarrollado estas críticas y de responder a ellas, consideramos que el derecho de separación es un derecho individual del accionista que, a pesar de los efectos que pueda ocasionar en algunos procesos societarios, es menester que forme parte de la regulación societaria a efectos de proveer una salida saludable, tanto para el socio disidente como a los demás socios.

Como hemos podido analizar, las principales críticas a este derecho pueden ser matizadas recurriendo a otros argumentos o alternativas a fin de conciliar la admisión de este derecho. Su reconocimiento garantiza también que la sociedad deba proponer acuerdos razonables y beneficiosos para toda la sociedad, para que de esta manera desincentivar el ejercicio de este derecho a mayor escala¹²⁹.

¹²⁷ Cfr., MANNING, *op. cit.*, p. 234, DE LA CÁMARA, “*Estudios...*”, *op. cit.*, p. 34; BEAUMONT (*op. cit.*, p. 412), quien señala que el ejercicio del derecho de separación es un remedio que debilita el patrimonio de la sociedad, y a veces, la continuación de la empresa; BRENES CORTÉS (*op. cit.*, p. 278), quien señala que un sector de la doctrina ha llegado a considerar a este instituto como un mecanismo de defensa del accionista peligroso para la subsistencia de la sociedad. Prueba de la realidad de este modo de pensar era el amplio consenso mostrado por la doctrina sobre la necesidad de las intervenciones legislativas tendentes a limitar el ámbito de aplicación del derecho de separación.

¹²⁸ *Vid.*, *infra*, n. 10.

¹²⁹ En la doctrina se reconoce la función disuasoria del derecho de separación (cfr. FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 74),

5. Reconocimiento en el Derecho comparado

El derecho de separación ha tenido una evolución interesante con respecto a su reconocimiento legislativo en el Derecho comparado. Como señala FARRANDO MIGUEL, el reconocimiento de este derecho actualmente ni es pacífico ni tiene un alcance universal. De hecho, en Europa la situación actual no es muy alentadora para este derecho, ya que (de los ordenamientos más relevantes) solo se reconoce en España, Italia, Portugal y Alemania (éste último, al igual que el ordenamiento Suizo, con una formulación algo distinta)¹³⁰.

5.1. Origen y desarrollo en los principales ordenamientos europeos

En los siguientes acápite, veremos una reseña del contexto jurídico que dio origen al derecho de separación en algunos de los principales países europeos, así como un panorama general en la regulación de este derecho. Nos adelantamos a mencionar que, para propósitos del presente trabajo, resulta curioso que estos países no reconozcan a la fusión de sociedades anónimas como supuesto del derecho de separación¹³¹.

- a) **Italia:** hemos dicho que el derecho de separación es una institución de origen italiano, en donde apareció con la promulgación del *Codice di Comercio* de 1882, de forma paralela al reconocimiento de la modificación estatutaria por parte de la voluntad mayoritaria¹³². El legislador italiano reparó en la necesidad práctica de adaptar la sociedad a las nuevas exigencias del tráfico, admitiendo así la posibilidad de reformar los estatutos por mayoría. En ese sentido, la tesis de la inmutabilidad de los pactos estatutarios por acuerdos mayoritarios no tuvo mucho seguimiento por parte de la doctrina italiana, y como contraparte, la doctrina se había inclinado por la teoría alemana de los derechos individuales del accionista, dentro de los cuales reconoció el *diritto di recesso*.

¹³⁰ Ibíd., p. 37.

¹³¹ Las razones y el análisis de la contraposición entre ambas instituciones (derecho de separación vs. fusión de sociedades) lo llevamos a cabo en el capítulo tercero.

¹³² BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 72

Posteriormente, el *Codice Civile* de 1942 configura el derecho de separación como un derecho inderogable sustraído del poder mayoritario. En ese sentido, se dice que con la instauración del derecho de separación en el ordenamiento italiano, se dio una solución empírica al tema de los poderes de la asamblea general¹³³.

Actualmente, el derecho de receso sigue siendo regulado por el *Codice Civile* de 1942 en su artículo 2437 y sus modificaciones. La modificación más reciente se produjo mediante Decreto Legislativo 6/2003 de 17 de enero, que reformó el artículo 2437, con la finalidad de incluir las causales para el ejercicio del derecho de receso. Por lo tanto, en el caso de sociedades anónimas, la norma italiana reconoce este derecho para los siguientes casos: 1) modificación del objeto social (cuando importa un cambio significativo en la sociedad), 2) transformación, 3) cambio de domicilio al extranjero, 4) revocación del proceso de liquidación, 5) eliminación de causales de receso establecidas por ley o estatuto, 6) cambio de criterio para determinar el valor del reembolso de las acciones disidentes, 7) cambio de estatutos sobre participación y voto.

- b) **España:** durante la vigencia del Código de Comercio de 1829, la modificación estatutaria no era posible, salvo la concurrencia acuerdo unánime de todos los socios. El Código de Comercio de 1885 formuló la posibilidad de la modificación estatutaria a cargo de la mayoría, solo si la escritura de constitución lo reconocía. Ello se interpretó como una concesión a la teoría contractualista en virtud a la necesidad de contar con el previo consentimiento de los contratantes, lo cual situó a la doctrina ante la temática de los límites objetivos al poder mayoritario¹³⁴.

Posteriormente, la LRJSA de 1951 se ocupó de regular la modificación de estatutos incluyendo una serie de requisitos imperativos que debían cumplirse para ello. Dentro de dichos

¹³³ *Ibíd.*, p. 81.

¹³⁴ *Ibíd.* p. 82

requisitos, se reconoció el derecho de separación de los disidentes respecto a determinadas modificaciones. Este derecho fue igualmente reconocido por la LSA de 1989, aunque dejando de lado algunos supuestos tales como en el caso de fusión de sociedades.

Actualmente, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (aprobado mediante Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio) introdujo ciertas novedades en esta materia en comparación a la regulación de 1989. Así, se reconoce la inclusión estatutaria de causales de separación, y se aplica a la sociedad anónima los supuestos de separación establecidos en la sociedad de responsabilidad limitada. En ese sentido, los supuestos que reconocen el derecho de separación son: 1) modificación sustancial del objeto social; 2) prórroga o reactivación de la sociedad; 3) creación, modificación o extinción de la obligación de realizar prestaciones accesorias; 4) falta de distribución de dividendos en cinco ejercicios consecutivos.

- c) **Alemania:** en Alemania, las leyes comerciales de 1861 atribuían a la asamblea de socios la competencia de acordar la modificación de los estatutos con el voto mayoritario, solo si dicha posibilidad ya venía originariamente incluida en los estatutos. Posteriormente, el principio de inmodificabilidad estatutaria fue abandonado en las leyes posteriores, abandono finalmente consagrado en la Ley de sociedades anónimas de 1937 y en la *Aktiengesetz* (Ley de sociedades por acciones) de 1965¹³⁵. Sin embargo, en dicho intervalo de tiempo surgió el planteamiento de tutelar a los socios frente al poder de la mayoría. A raíz de ello, se elaboraron construcciones doctrinales para sustentar los derechos individuales de los accionistas¹³⁶.

No obstante, el reconocimiento de un derecho de separación ha estado restringido a pocos supuestos. Anteriormente, la

¹³⁵ EMBID IRUJO, José Miguel, “*Ley alemana de sociedades anónimas*”, Marcial Pons, Madrid – Barcelona – Buenos Aires, 2010, pp. 11-30.

¹³⁶ BRENES CORTÉS, *op. cit.*, pp. 64-70.

Aktiengesetz reconocía este derecho en el caso de la transformación de una sociedad anónima a otro tipo societario¹³⁷. Actualmente, la *Aktiengesetz* continúa regulando a la sociedad anónima alemana, a pesar de que a lo largo de su vigencia distintas normas hayan reducido el ámbito de regulación de ésta. Según su última actualización, la *Aktiengesetz* no recoge un derecho como el de separación. No obstante, cabe resaltar que el sistema alemán configura de forma más amplia un derecho de separación por causa justa que fue creado por la doctrina y la jurisprudencia¹³⁸.

- d) **Francia:** en Francia, la tesis de inmutabilidad de los pactos estatutarios tuvo un rol muy importante en la discusión sobre la modificación del pacto social, evidentemente por la influencia de la tesis contractualista en dicho país¹³⁹. Sin embargo, con el transcurso del tiempo surgió la necesidad de reconocer cierta posibilidad de modificación estatutaria, lo cual derivó que en 1867 se reconociera dicha posibilidad. Empero, dicha norma no precisaba mayor detalle ni establecía nada en concreto respecto a la amplitud de las modificaciones, lo que derivó en diversas discusiones doctrinales en torno a la interpretación de dicha disposición. Debido a ello, la jurisprudencia francesa se encargó de elaborar la teoría de las bases esenciales, la cual surgió como un intento de lograr una solución a la discusión sobre la modificación estatutaria.

¹³⁷ PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 487.

¹³⁸ Este sistema también es seguido por el Derecho Suizo en el Código de Obligaciones. Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, Miguel, “*El derecho de separación del socio en las sociedades de capital y su regulación en el anteproyecto de ley de código mercantil*”, en *Revista Ceflegal*, 175-176 (agosto–setiembre 2015), Madrid, pp. 5-44; y, GADEA SOLER, Enrique, “*La separación de socios en las sociedades mercantiles: el caso particular de las fusiones heterogéneas*”, en *R.E.D.S.*, núm. 3, setiembre-diciembre 2013, p. 141.

¹³⁹ BRENES CORTÉS, *op. cit.*, pp. 50-522. Precisamente, los defensores de la integridad de este principio apoyan su existencia en la concepción contractualista de la sociedad anónima, quienes a su vez adoptan las teorías contractuales clásicas para defender, por medio de la cual los contratos sociales solo podían ser modificados mediante el acuerdo unánime de los contratantes.

La teoría de las bases esenciales indicaba que solo las bases esenciales de la sociedad debían ser modificadas de forma unánime, mientras que las bases accesorias o secundarias podían ser modificables¹⁴⁰. Esta teoría dio origen en la doctrina a los *droits propres*, derechos individuales intangibles que no podían ser alterados por la mayoría, dentro de los cuales, el legislador francés reconoció al derecho de información, derecho de pedir la disolución de la sociedad, etc. Sin embargo, esta doctrina no incluía el reconocimiento del derecho de separación como herramienta de protección del accionista, sino otros derechos destinados a garantizar su posición como accionista minoritario.

De esta manera, el *Code de Commerce* de Francia de 1807 no incluyó el derecho de separación del socio ante una modificación estatutaria. De la misma forma, la Ley 66-537 del 24 de julio de 1966¹⁴¹ (Ley de Sociedades Comerciales) tampoco reconoció el derecho de separación durante su vigencia, situación que se mantiene en la actualidad tras la reincorporación de las leyes comerciales al *Code de Commerce* (en su versión consolidada luego de su reformulación en el año 2000¹⁴²).

5.2. El *appraisal right* en el derecho societario estadounidense

La institución materia de estudio se conoce en el *Common Law* con el término de *appraisal right*, aunque los alcances y referencias de dicha figura resultan más amplios que las del derecho de separación tal cual lo conocemos¹⁴³. De hecho, el significado de *appraisal* significa en

¹⁴⁰ La mayor dificultad en la aplicación de esta teoría y objeto de numerosas críticas, estuvo en la dificultad de determinar qué pactos debían ser considerados como esenciales o accesorios. BRENES CORTÉS, *op. cit.*, pp. 52-63.

¹⁴¹ Versión derogada por la Orden 2000-912 del 18 de setiembre de 2000, la cual incorporó las sociedades comerciales francesas en el *Code de Commerce*.

¹⁴² Cabe señalar que el artículo L225-115 del *Code de Commerce* contiene un listado de documentos que todo accionista puede hacer solicitar a la sociedad, remarcando así la importancia que el derecho francés otorga al derecho de información del accionista.

¹⁴³ Cfr., PERALES VISCASILLAS. Pilar, “*El derecho de separación del socio en las sociedades de capital: un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense*”, La Ley Actualidad, Madrid, 2001, p. 17.

castellano “valoración”, y en sentido estricto, lo que solicita el socio es la valoración de sus participaciones y su venta a la sociedad, el cual a su vez se lleva a cabo mediante un proceso mucho más definido y desarrollado en *Statute Law*¹⁴⁴. Como indica PERALES VISCASILLAS, en este tipo de procesos se hace mucho hincapié en la obtención del *fair value* (precio o valor justo por las acciones), resaltándose el aspecto patrimonial de la relación entre el socio y la sociedad¹⁴⁵. A esta conclusión llega también PÉREZ TROYA, por cuanto señala que el significado del *appraisal right* en el derecho estadounidense se concibe más como un derecho a obtener una remuneración, en el que la separación es, más bien, una consecuencia intrínseca¹⁴⁶.

Históricamente, el *appraisal right* surgió a través del rechazo de la doctrina norteamericana a los *vested rights* o *property rights*, corriente doctrinal que impedía que se hiciera una modificación estatutaria a determinados derechos establecidos en los *articles of incorporation*, sin el consentimiento unánime de los socios¹⁴⁷. Tal y como ocurrió en Europa, dicha situación no podía mantenerse indefinidamente, por lo que surgió la necesidad de erradicar el requisito de unanimidad, y a cambio, requerir acuerdos mayoritarios y reconocer el derecho de separación para los accionistas disconformes¹⁴⁸.

Es importante también señalar que este derecho -a diferencia de muchas instituciones del *Common Law*- es de origen “legal”

¹⁴⁴ El término “*Statute Law*” se utiliza para hacer referencia a la legislación o Derecho promulgado por el cuerpo legislativo. Como señala ZEGARRA MULÁNOVICH (“*Perfección del contrato e inicio de la sociedad (partnership) en el Derecho inglés*”, en *Revista de Derecho*, Universidad de Piura, Vol. 3, 2002, p. 287), el *Statute Law* es una fuente más bien subsidiaria del Derecho inglés, y su papel es secundario frente al Derecho de creación jurisprudencial o *Case Law*.

¹⁴⁵ *Ibíd.*, p. 17.

¹⁴⁶ PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 474.

¹⁴⁷ CLARK, *op. cit.*, p. 444. Los *articles of incorporation* podrían asimilarse a una escritura pública de constitución que incluye los estatutos sociales como parte integrante.

¹⁴⁸ Cfr. PERALES VISCASILLAS, *op. cit.*, p. 15; PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 101, quien señala que la previsión de un derecho para los accionistas disconformes representó la otra cara de la sustitución de la regla de la unanimidad por la de la mayoría.

fundamentalmente, por lo cual se identifica este derecho con el *Statute Law*. Esta regulación difiere de Estado a Estado, teniendo algunos de ellos una mayor especialidad con respecto a normas corporativas. Para el derecho corporativo estadounidense, una ley federal que regule este fenómeno resulta deseable, sin embargo el dominio de la regulación corporativa corresponde a cada Estado, en donde resalta la regulación del Estado de Delaware¹⁴⁹. Por su parte, normas modelo como la *Model Business Corporation Act* (MBCA)¹⁵⁰, también se encargan de regular este fenómeno. Ambas regulaciones han sido por largo tiempo consideradas como las dos plantillas del derecho corporativo, teniendo similares conclusiones en estos asuntos, sin embargo, con respecto *appraisal right*, estas dos normas se oponen en varios elementos claves¹⁵¹. En ese sentido, ambas normas difieren en cuatro aspectos fundamentales:

- a. **Supuestos para demandar *appraisal rights*:** la MBCA enuncia cinco supuestos obligatorios (fusiones, intercambio de acciones, disposiciones de activos, cambio de artículos, conversiones o cambio de domicilio). Delaware, en cambio, solo reconoce el *appraisal right* para los casos de fusión¹⁵². En ese sentido, notamos en el derecho estadounidense (a diferencia del europeo) el reconocimiento de la fusión como causal del derecho de separación reviste bastante importancia. Asimismo, cabe señalar

¹⁴⁹ ROMANO, Roberta, “*Foundations of Corporate Law*”, Foundation Press, New York, 1993, p. 84.

¹⁵⁰ La MBCA fue creada por el Comité de Leyes Corporativas de la American Bar Association Section of Business Law con el propósito de modernizar y armonizar la legislación corporativa en los Estados que conforman los Estados Unidos de América. Su primera versión data del año 1950 y ha sido progresivamente revisada y actualizada con el transcurso de los años. Actualmente, 34 jurisdicciones estatales (que representan un 67%) han optado por seguir lo dispuesto por la MBCA, entre ellas, Florida, Washington, Virginia, Georgia, etc.

¹⁵¹ SIEGEL, Mary, “*An appraisal of the Model Business Corporation Act’s appraisal rights provisions*”, 74 Law and Contemporary Problems, (Winter 2011), pp. 231-252.

¹⁵² Cfr., MANNING, *op. cit.*, p. 226. Asimismo, SIEGEL (*op. cit.*, p. 240) señala que, por reconocer una mayor cantidad de supuestos, la MBCA es una norma proteccionista del accionista al ofrecer al accionista más oportunidades para demandar *appraisal rights*.

que ambas normas permiten que la compañía ofrezca *appraisal rights* para eventos no obligatorios a través de sus estatutos.

- b. Plazo para el pago del *fair value*:** adoptado el acuerdo o inmediatamente después de recibir la demanda de *appraisal rights*, la MBCA requiere a la empresa que pague a los accionistas disidentes el valor que la misma empresa estima como *fair value* de sus acciones, más intereses, lo cual se conoce como un *prepayment*. Posteriormente, en instancias judiciales el juez determinará si el pago fue correcto¹⁵³. En cambio, Delaware requiere que el juez determine el *fair value* en un procedimiento judicial, no aceptándose la posibilidad del pago anticipado.
- c. Asignación de costos y gastos del proceso judicial:** en relación a los costos, la MBCA establece que la empresa debe asumirlos. Asimismo, señala que, si el juez determina que hubo mala fe por parte de la empresa, ésta deberá pagar también los gastos de los demandantes. En este aspecto, Delaware otorga total discreción judicial para asignar costos y gastos, autorizando a que los gastos puedan repartirse equitativamente.
- d. La excepción al *appraisal right*:** la MBCA establece una excepción por la cual no se reconocerá la posibilidad al accionista de demandar *appraisal rights*. Esta excepción consiste en que no se reconocerá este derecho si las acciones del socio disidente pueden fácilmente venderse en un mercado líquido, siempre y cuando no se trate de operaciones que involucren un conflicto de intereses, lo cual nos parece muy sensato. Esta excepción también se encuentra prevista en Delaware, sin embargo, no está limitada a que se trate solo de operaciones sin conflicto de intereses¹⁵⁴.

¹⁵³ SIEGEL (*op. cit.*, p. 236) señala que este *prepayment* tiene tres efectos importantes: (i) otorga a los accionistas disidentes algo de dinero con el cual pueden encausar judicialmente el debate sobre el *fair value*, (ii) reduce el monto en disputa, (iii) obliga a la empresa a estimar un valor neutral, dado que, si se determina en sede judicial que el *fair value* es superior, debe pagar indemnización más intereses; y si resulta ser menor, no hay lugar a devolución a favor de la empresa.

¹⁵⁴ Para que pueda aceptarse la excepción, el valor de la acción debe ser un valor confiable por el mercado. De esta forma, si la gerencia, los directores o accionistas

A modo de conclusión, notamos que la regulación del *appraisal right* tiene un enfoque distinto al derecho de separación, con características del *Common Law*, pero su objetivo es finalmente el mismo: otorgar una alternativa de salida al socio de la sociedad cuando medie alguna operación con la que éste no esté de acuerdo. El modo en que dicho derecho pueda ejercitarse depende finalmente de la legislación estatal en donde se suscite la controversia.

5.3. Incorporación legislativa en el Perú

El reconocimiento del derecho de separación en nuestro país es relativamente reciente, dado que Código de Comercio de 1902 no regulaba este derecho. En ese sentido, su primer reconocimiento se dio a través de la Ley de Sociedades Mercantiles de 1967 (Ley 16123), la cual solo reconocía este derecho para los siguientes supuestos: traslado de sede al extranjero, cambio de objeto social, limitación de la transmisibilidad de las acciones nominativas.

Posteriormente, la LGS derogó la Ley 16123 (incluida su transformación en nuestra primera Ley General de Sociedades¹⁵⁵), y reguló de forma íntegra el derecho de separación en su artículo 200, con una redacción más completa que la norma anterior. Por lo tanto, observamos que la LGS incluye una mayor gama de supuestos que la norma reconoce para el ejercicio del derecho de separación y, a su vez, realiza el importante reconocimiento de la inclusión estatutaria de este derecho.

Dentro de los supuestos legales incorporados por la LGS reconocidos para la sociedad anónima, se encuentra la adopción de los siguientes acuerdos: 1) cambio de objeto social, 2) traslado del domicilio al extranjero, 3) creación o limitaciones a la transmisibilidad de acciones,

tienen algún conflicto de intereses en la operación que provoque que el valor de la acción se vea alterado negativamente, entonces no procede su excepción, y deberá encausarse judicialmente para determinar el *fair value* de la acción.

¹⁵⁵ Cfr., nota al pie de página 36.

4) transformación, fusión o escisión¹⁵⁶, y, 5) modificación del programa de constitución por oferta a terceros. En el caso de la sociedad anónima cerrada, se incluye la modificación del régimen de transmisibilidad de acciones; y en el caso de la sociedad anónima abierta, la exclusión de las acciones del Mercado de Valores (artículo 262 de la LGS)¹⁵⁷.

¹⁵⁶ Estas causales las hemos desarrollado anteriormente. *Vid.*, supra, n. 4.2.

¹⁵⁷ Con respecto a esta causal, debemos señalar que el artículo 69 de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861), desarrollado por el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (Resolución CONASEV 009-2006, *Reglamento OPC*), reconoce la obligación de realizar una Oferta Pública de Compra (*OPC*) a los responsables de la exclusión de un valor del mercado de valores (el cual incluye cualquier acuerdo societario que indirectamente provoque su exclusión, tales como la fusión). Aparentemente, existe una incompatibilidad legal entre esta norma bursátil y la LGS, lo cual llevaría a preguntarnos cuál de los remedios reconocidos en cada una resulta aplicable y, de ser el caso, cuál de ambas normas derogaría a la otra de forma tácita.

En nuestra opinión, si bien el fundamento de ambos remedios legales es idéntico (la exclusión de un valor del mercado de valores), no obstante, el contenido de ambos es muy distinto entre sí. La obligación de realizar una *OPC* bajo la LMV se diferencia del derecho de separación de la LGS, principalmente en los siguientes aspectos:

- (i) Quienes están obligados solidariamente a responder por la *OPC* son todos aquellos responsables de efectuar la exclusión del valor, lo cual puede incluir a una variedad de sujetos tales como los accionistas, la sociedad, terceros, etc.; en cambio, el obligado a responder por el derecho de separación es únicamente la sociedad.
- (ii) Los beneficiarios de la *OPC* son los titulares del valor, es decir, el inversionista. Ello significa que pueda ser tanto un accionista, un bonista, o cualquier otro titular de un valor de la sociedad inscrito en el mercado de valores; en el derecho de separación, el único beneficiario es el accionista disidente.
- (iii) El *Reglamento OPC* señala que el precio *mínimo* de la *OPC* se calcula en base a dos tipos de valoración, lo cual implica que el precio a ofrecer pueda ser mayor a dichas valoraciones en beneficio del inversionista; sin embargo, el derecho de separación dispone que el máximo de reembolso debe ser la cotización media ponderada del último semestre en las sociedades cotizadas.
- (iv) El plazo de aceptación de la *OPC* no puede ser inferior a 15 ni superior a 25 días a elección del oferente, y el plazo para el pago de la *OPC* es equivalente a la liquidación de las operaciones al contado, es decir, a los dos días de recibida la aceptación de la oferta; en cambio, el plazo de ejercicio del derecho de separación es de 10 días contados desde la publicación del

En cuanto a la legitimación activa de este derecho, la LGS es más abierta que la norma anterior, puesto que no solo reconoce el ejercicio de este derecho a los accionistas que hayan votado en contra del acuerdo correspondiente. En efecto, la LGS habilita el ejercicio de este derecho a los accionistas ausentes, los titulares de acciones sin derecho a voto, y los accionistas ilegítimamente privados de emitir su voto. Cabe señalar que la norma actual precisa que los accionistas deben a su vez dejar constancia de su oposición al acuerdo, no pudiendo entenderse que el ejercicio ampare a quienes simplemente se abstuvieron de ejercer su voto.

Sin embargo, consideramos – al igual que otros autores¹⁵⁸ - que la regulación actual de este derecho no parece permitir una aplicación inequívoca en la práctica societaria. Para ahondar en ello, expondremos algunos problemas teóricos que evidencian la inconsistencia en la regulación actual del derecho de separación:

- a. **Ejercicio parcial del derecho:** la LGS no se pronuncia sobre la posibilidad de que un accionista pueda ejercer este derecho de forma parcial, es decir, retirando solo una porción de sus acciones. Algunos autores señalan que ello no es posible debido a

acuerdo y el plazo del pago de la cuota del reembolso es, como máximo a los dos meses del ejercicio del derecho.

Por lo tanto, a pesar de que el artículo 31 del *Reglamento OPC* señala -a nuestro parecer errónea e ilegalmente- que esta oferta de compra se realiza con el “propósito de otorgar el derecho de separación a los inversionistas”, consideramos que el supuesto de hecho y la aplicación de la OPC son más amplios que el derecho de separación en la LGS, al tratarse precisamente de una institución propia del Derecho bursátil. En ese sentido, el propósito de la LMV es proteger al inversionista bursátil en general y no solo al accionista, quien además podrá hacer uso indistinto de uno de los dos remedios, ya que éste podrá tener a su favor la observancia de plazos y montos por cobrar a su favor distintos. En consecuencia, consideramos que no existe incompatibilidad entre ambas normas, por lo que no cabe plantearse la derogación de una u otra. Si hubiese incompatibilidad, la norma que primaría en este caso sería la LGS, por ser posterior.

¹⁵⁸ ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel, “*El derecho de separación del accionista: una regulación insuficiente*”, *Ius Et Veritas* 34, 169-175, Lima, p. 169. Para este autor, la LGS regula de forma imprecisa o deficiente, y a su vez, la escasa regulación hace que la aplicación de este derecho no sea lo clara que debería ser tanto para abogados como para registradores públicos.

la naturaleza del derecho¹⁵⁹. Sin embargo, creemos que existen tres argumentos que podrían abogar por la admisión del ejercicio parcial: 1) al ejercer parcialmente el derecho de separación y mantenerse en la sociedad, el accionista disminuye la afectación que dicho acuerdo puede provocarle a sus intereses, reduciendo el riesgo de su inversión¹⁶⁰; 2) su configuración como derecho cuantificable económicamente; y, 3) la inexistencia de disposición en nuestro ordenamiento que prohíba dicho ejercicio parcial.

- b. Límite al acuerdo de reembolso:** la LGS establece que el valor de reembolso deberá ser acordado entre la sociedad y el accionista¹⁶¹. A falta de acuerdo, deberá realizar el reembolso según el valor patrimonial de la acción para las sociedades no cotizadas, y la cotización media ponderada para las sociedades cotizadas¹⁶². A su vez, señala que el valor acordado entre partes no puede ser superior a los valores señalados anteriormente. ELÍAS LAROZA señala que la LGS acierta en dicho aspecto, dado que se evita que por vía del acuerdo se llegue a sobrevaluar las acciones y que ello redunde en perjuicio para la sociedad¹⁶³.

¹⁵⁹ Ibíd. p. 174.

¹⁶⁰ De dicha opinión es también FARRANDO MIGUEL (*op. cit.*, p. 159), al señalar que impedir el ejercicio parcial del derecho de separación impediría que el socio pueda redefinir un nuevo nivel de riesgo que no consista en la pérdida de condición de socio.

¹⁶¹ BRENES CORTÉS (*op. cit.*, p. 412), se pronuncia destacando la relevancia de que la doctrina haya insistido en que la valoración de la cuota de separación es una de las fases de mayor importancia en el proceso de separación, ya que de ella depende en gran medida el éxito de la institución.

¹⁶² Existen casos en los que el valor de una acción listada no tiene cotización, debido a que no cuenta con liquidez suficiente por su falta de negociación. En estos casos, ABRAMOVICH (*op. cit.*, p. 173) opina que en dichos casos este criterio de valoración solo debe aplicarse a las sociedades con un determinado nivel de liquidez. Quizá la solución puede pasar por aplicar el criterio de valor patrimonial que se reconoce para las sociedades que no tienen valores listados, empero, el valor de mercado puede que sea muy distinto al valor patrimonial. Por lo tanto, creemos que en estos casos se debe contar con la opinión de un perito experto en la materia que determine de forma neutral el valor de mercado.

¹⁶³ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 413.

Sin embargo, creemos que la LGS reconoce un supuesto difícil de ocurrir en la práctica, ya que un socio disidente preferirá siempre el máximo valor que pueda recibir por sus acciones, y si dicho valor no puede ser mayor a los otros criterios, entonces qué sentido tendría negociar un acuerdo distinto. En casos en los que precisamente el accionista no esté de acuerdo con el cálculo del balance (y por ende con la valoración), pareciera que la regulación conduce inevitablemente a un conflicto judicial. En ese sentido, consideramos que la regulación para ello es inútil y contradictoria pues trata de fomentar una negociación privada y, al mismo tiempo, la limita en uno de sus aspectos más importantes para su éxito como lo es el aspecto económico.

- c. **Situación de las acciones reembolsadas:** por otro lado, una vez que la sociedad cumpla con realizar el reembolso de las acciones, la LGS no precisa qué sucede con las acciones del socio disidente. Por su importancia para el presente trabajo, nos ocuparemos posteriormente de profundizar sobre este punto¹⁶⁴.
- d. **Revocación de la declaración de separación:** la LGS menciona que el derecho se ejerce mediante carta notarial hasta el décimo día siguiente a la publicación del acuerdo. No obstante, el valor debe ser acordado entre el accionista y la sociedad. Por ende, nos preguntamos qué sucederá si ambos no llegan a un acuerdo sobre el valor. En nuestra opinión, aplicando supletoria y analógicamente la regulación civil sobre promesa unilateral¹⁶⁵, se ha de llegar a la conclusión de que la separación del socio es revocable por él mientras se mantenga en suspenso la eficacia del derecho de separación. Luego de ello, el accionista dejará de serlo y pasará a ser un acreedor de la sociedad.

¹⁶⁴ *Vid.*, infra, n. 6.3

¹⁶⁵ Consideramos que, en virtud a su calidad de acto unilateral, pueda hacerse un símil entre la declaración de separación y la promesa unilateral recepticia (no pública). A esta declaración se le aplicará por analogía las normas de revocación del contrato en favor de tercero reconocida en el artículo 1464 del Código Civil peruano. En ese sentido, mientras que la sociedad no acepte aún la declaración de separación del socio, éste podrá revocarla.

- e. **Doble derecho de oposición:** efectuado el pago con cargo al capital social, la sociedad estaría obligada, en principio, a efectuar una reducción de capital. Dentro de dicho proceso, se deberá reconocer el derecho de oposición a los acreedores. Sin embargo, existen procesos que admiten de por sí este derecho, tales como la fusión y escisión de sociedades. Algunos autores señalan que en estos casos no es posible reconocer este doble derecho, dado que resultaría absurdo que los acreedores se opongan a la reducción (consecuencia del derecho de separación), y no se opongan al otro acuerdo (fusión o escisión)¹⁶⁶. Sin embargo, consideramos que los fundamentos que subyacen a cada uno de ellos, sí sería posible reconocer este doble derecho de oposición de acreedores¹⁶⁷.

6. Efectos del ejercicio del derecho de separación

En cuanto a los aspectos relacionados con el ejercicio del derecho de separación (tales como la legitimación activa del derecho, plazos para su ejercicio y pago, valoración de la cuota de separación, etc.), debemos señalar que la ley regula, en cierto modo¹⁶⁸, los lineamientos generales que las partes interesadas deben observar para su ejercicio. En ese sentido, sin tener que obviar algunos de dichos aspectos posteriormente, nos detendremos en analizar los efectos que el derecho de separación provoca en la sociedad, los cuales consideramos no están contemplados inequívocamente en la norma.

6.1. Salida de fondos sociales líquidos

Una de las inevitables consecuencias que ocasiona la separación del accionista, es el mandato legal para la sociedad de tener que asumir el

¹⁶⁶ Cfr., ABRAMOVICH, *op. cit.*, p. 175.

¹⁶⁷ Posteriormente, haremos un análisis más detenido sobre este tema. *Vid.*, *infra*, n. 9.3

¹⁶⁸ En opinión de PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 479), el ejercicio del derecho de separación no ha estado exento de problemática desde sus inicios. La rapidez, sus costes, la complejidad de su ejercicio, quiénes son los accionistas beneficiarios o cuál es el valor de las acciones que deben ser reembolsadas, han sido algunos de los interrogantes que han tenido que ser objeto de continua reconsideración.

pago del reembolso de sus acciones. La LGS señala que dicho pago debe ser efectuado en un plazo no mayor a dos meses (salvo que un juez decida un procedimiento que resulte más favorable para la sociedad),

Asimismo, la norma no precisa si dicho pago debe efectuarse con fondos dinerarios o mediante otro método (entrega de activos, opciones, etc.). Sin embargo, la doctrina ha señalado como cierto y razonable que el pago de la cuota de separación debe efectuarse con fondos dinerarios¹⁶⁹. Al respecto, consideramos que nada debe impedir que las partes puedan acordar otra forma de pago, siempre y cuando contenga una valoración equiparable al valor de la cuota de separación. ELÍAS LAROZA expone claramente esta situación, señalando que la entrega al accionista de otra clase de activos sólo puede operar mediante común acuerdo entre ambas partes¹⁷⁰.

Al margen de ello, considerando que la sociedad debe asumir un pago dinerario y en un plazo no mayor a dos meses, ello implica que ésta deba desprenderse de fondos líquidos que posiblemente podrían afectar su activo corriente, lo cual conllevaría a la alteración de su estado de solvencia. Consideramos importante mencionar la posible magnitud de esta situación, haciendo un análisis teórico de la aplicación de la norma en el caso concreto. En ese sentido, los casos reconocidos en la LGS para ejercer el derecho de separación requieren el voto de una mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto para su adopción, esto es, el número entero inmediatamente superior al cincuenta por ciento del total de las acciones suscritas con derecho a voto.

Por lo tanto, es teóricamente posible que un total de accionistas que representen el número entero inmediatamente inferior al cincuenta por ciento del total de las acciones suscritas con derecho a voto se opongan al acuerdo e invoquen el derecho de separación. De esta forma, el pago total a favor de los accionistas disidentes podría llegar a implicar una disminución del activo corriente de hasta un cuarenta y nueve por ciento

¹⁶⁹ FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 196.

¹⁷⁰ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 412. Cfr., HERRADA BAZÁN, “*La exclusión de socios en la Ley General de Sociedades*”, Gaceta Jurídica, Lima, 2015, p. 227, quien señala que para que exista el pago no dinerario deben cumplirse dos condiciones: i) que exista un acuerdo entre sociedad y socios, ii) que el patrimonio actual de la sociedad permita el pago no dinerario, sin afectar a los socios y acreedores.

del patrimonio de la sociedad, aproximadamente¹⁷¹. Este porcentaje también podría incluir a los accionistas titulares de acciones sin derecho a voto, cuyo retiro podría representar un porcentaje incluso mayor.

En ese sentido, algunos autores han apuntado que el ejercicio del derecho de separación provoca una minoración de recursos societarios que puede devastar el patrimonio social¹⁷². La falta de liquidez podría conllevar a la sociedad a afrontar distintos escenarios negativos, tales como el incumplimiento de sus obligaciones comerciales y financieras de corto plazo, el abastecimiento y provisión de recursos necesarios para su negocio, retraso o incumplimiento en sus obligaciones laborales, por mencionar algunos. En el mismo sentido se pronuncia CLARK, al desarrollar los argumentos en contra de la admisión del *appraisal right*. Dicho autor señala que este derecho genera perjuicios a la sociedad por el hecho de que la activación de este derecho por parte de una minoría accionaria conllevaría al consecuente drenaje de capital en la empresa afectada, lo cual puede devenir en el abandono de la transacción aprobada por los socios mayoritarios¹⁷³.

Sin embargo, frente a dicho escenario la LGS recoge una disposición en aras de darle solución a posibles conflictos sobre la capacidad financiera de las sociedades. Su artículo 200 dispone que, “si el reembolso pusiese en peligro la estabilidad de la sociedad o ésta no estuviese en posibilidad de realizarlo, éste se efectuará en los plazos y forma de pago que determine el juez a solicitud de ésta, por el proceso

¹⁷¹ Por otro lado, PUGA VIAL (“*La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el Derecho chileno y comparado*”, Jurídica de Chile, Santiago de Chile, 2011, p. 298), señala que no debe tomarse a la ligera la reducción de capital como consecuencia del derecho de retiro, ya que puede arrastrar una reducción de hasta el 33% del capital, agravado por una seria amenaza a la liquidez de la sociedad y, por tanto, a su solvencia.

¹⁷² MANNING, *op. cit.*, p. 234; FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 72.

¹⁷³ CLARK (*op. cit.*, p. 446) expone: “*the second argument is the view that, when many minority shareholders exercise their appraisal rights, the resulting cash drain on the corporation may lead it to abandon an otherwise desirable transaction. This turns out to be merely a debater’s point. On the factual side of the debate, we may well doubt whether a significant number of major corporate transactions have been deterred or called off because of heavy exercise by minority shareholders of their appraisal rights.*”.

sumarísimo”. Es decir, con dicho dispositivo la misma ley reconoce que el derecho de separación puede provocar un daño real a la sociedad.

6.2. Afectación patrimonial y su relación con el capital social

Como hemos señalado anteriormente, la consecuencia de la salida de fondos líquidos para hacer el pago de la cuota de separación, produce una minoración de recursos societarios en el activo corriente. Como contrapartida de ello, se debe afectar inevitablemente alguna cuenta del patrimonio de la sociedad para que pueda generarse el balance contable respectivo. La LGS no indica cómo debe hacerse este balance, por lo que deberemos acudir a otras fuentes para obtener una conclusión al respecto.

Una de las cuentas patrimoniales llamadas a hacerse cargo de dicho desembolso, es el capital social. En ese sentido, algunos autores han señalado que el reembolso del pago de las acciones obliga a la sociedad, por mandato legal, a tener que reducir el capital para poder amortizar dichas acciones¹⁷⁴. Razones para defender este punto de vista no faltan.

En primer lugar, se entiende que, si se efectúa la entrega del importe correspondiente a su participación en el patrimonio neto, estaríamos hablando de una reducción de capital en razón a que dicha situación encaja con el supuesto regulado en el artículo 216 de la LGS:

“Artículo 216.- Modalidades

La reducción del capital determina la amortización de acciones emitidas o la disminución del valor nominal de ellas. Se realiza mediante:

(...)

¹⁷⁴ En la doctrina, cfr., OTAEGUI, p. 136; FARRANDO MIGUEL (*op. cit.*, p. 21, y pp. 156-159); BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 31 y p. 502, quien señala que un autorizado sector doctrinal se pronunció a favor del carácter necesario de la reducción de capital con amortización de las acciones del socio o socios separados. Sin embargo, el mismo autor propone la aplicación de instrumentos alternativos. En la legislación comparada, la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 de España señalaba en su artículo 147.3 la obligación de amortizar las acciones y reducir el capital en caso se ejercitase el derecho de separación.

2. La entrega a sus titulares del importe correspondiente a su participación en el patrimonio neto de la sociedad;”

Sin embargo, no es inequívoca la aplicación de este dispositivo legal, dado que el valor de reembolso no siempre corresponde al valor patrimonial de las acciones, en consideración a que dicho importe puede ser negociado por las partes. Asimismo, este supuesto se refiere a un acuerdo de junta que establezca la entrega del valor patrimonial de acciones a sus socios, pero no menciona que ello puede ser consecuencia del ejercicio del derecho de separación.

Otro argumento utilizado para defender la reducción de capital, es la remisión a lo dispuesto en el artículo 104 de la LGS, el cual regula la adquisición de acciones propias por parte de la sociedad. En este artículo, observamos que la adquisición de acciones por parte de la misma sociedad que las emitió implica necesariamente la reducción de capital y amortización de acciones¹⁷⁵. Por lo tanto, parece irrefutable que la LGS estaría disponiendo que se haga una reducción de capital, luego de efectuado el reembolso de las acciones al socio disidente.

Sin embargo, debemos señalar que dicho artículo reconoce también la posibilidad de que la sociedad adquiera sus propias acciones sin que posteriormente tenga que reducir su capital. Dicha posibilidad se refiere a la adquisición de acciones propias con cargo a utilidades o reservas libres¹⁷⁶. Varios autores coinciden en dicho aspecto, concluyendo que el reembolso efectuado por el ejercicio del derecho de separación, no necesariamente importa la reducción de capital, dado que éste puede hacerse con cargo a otras cuentas patrimoniales de libre disposición¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Cfr., HUNDSKOPF, (“*La sociedad anónima*”, *op. cit.*, p. 172), quien incluso señala que la LGS debió remitir finalmente a lo dispuesto en el artículo 104; HERRADA BAZÁN, (“*La exclusión...*”, *op. cit.*, p. 228).

¹⁷⁶ HERRADA BAZÁN (“*Capitalización...*”, *op. cit.*, p. 98) indica que las utilidades son beneficios acumulados con disponibilidad a ser repartidos, mientras que las reservas libres son beneficios afectados a un fin futuro no determinado por ley.

¹⁷⁷ En la doctrina nacional, cfr., ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 414; ECHAIZ MORENO, Daniel (“*Un Nuevo enfoque jurídico de los temas societarios*”, *Gaceta Jurídica*, Lima, 2009, p. 222); ABRAMOVICH (*op. cit.*, p. 174), comenta que la consecuencia normal del ejercicio del derecho de separación es que la sociedad reduzca su

Sin perjuicio de ello, al margen de lo dispuesto por el artículo 104, consideramos que el reembolso puede efectuarse también con cargo a otras cuentas en el patrimonio, tales como la reserva legal. La reserva legal se entiende como aquella cuenta del patrimonio neto de una sociedad que contiene los “beneficios o utilidades no distribuidos, excluidos del reparto, siendo destinada a un fin futuro determinado, en el entendido que proporciona a la empresa una mayor solidez económica y financiera”. En ese sentido, algunos autores han señalado que la reserva legal es la “provisión señalada por la empresa para hacer frente a imprevistos”, y que por mandato de la LGS, la sociedad deberá hacer uso de las utilidades o reservas libres antes de la utilización de fondos con cargo a la reserva legal¹⁷⁸.

En conclusión, suscribimos la posibilidad de que el reembolso de las acciones al socio disidente pueda efectuarse con cargo a beneficios y/o reservas libres, e inclusive con cargo a la reserva legal. Como contrapartida a ello, en caso la sociedad no cuente con beneficios, reservas libres o reserva legal, podemos señalar que la sociedad (en principio) estaría obligada a atravesar por un proceso de reducción de capital, con las consecuencias que ello implicará para la sociedad. Creemos que esta última situación no es deseable ni para la sociedad, sus

capital social, solo cuando la sociedad no cuente con beneficios o reservas libres suficientes; HUNDSKOPF (“*La sociedad anónima*”, *op. cit.*, p.172), quien señala que lo ideal es que contablemente la sociedad anónima asuma el reembolso de las acciones con cargo a beneficios o reservas libres, para de esa forma no afectar el capital social, lo cual es perfectamente compatible con las disposiciones del artículo 104 de la LGS. A nivel jurisprudencial, el Tribunal Registral a través de la Resolución N° 213-99-ORLC/TR de fecha 26/08/1999, incluso se pronunció a favor de esta opción. Asimismo, VERÓN (*op. cit.*, Tomo III, p. 1003), quien señala que el ejercicio del derecho de receso puede no exigir a la sociedad la reducción de su capital social, entendiendo a esta última como una consecuencia no deseada y perjudicial para la sociedad; FARRANDO MIGUEL (*op. cit.*, pp. 184-187), quien señala que recordando la “finalidad perseguida por el derecho de separación no es producir una reducción del capital social sino satisfacer al socio ante la adopción de ciertos acuerdos sociales”, nada debería impedir que la sociedad pueda adquirir sus propias acciones evitando la reducción de capital.

¹⁷⁸ En ese sentido desarrolla ALDEA CORREA (*op. cit.*, p. 91) al señalar que, “si la sociedad posee utilidades o reservas de libre disposición, éstas se compensarán con las pérdidas antes que la reserva legal”.

socios o los acreedores, dado que no beneficia a ninguno de ellos, sino más bien, todo lo contrario.

6.3. Titularidad de las acciones reembolsadas

Finalmente, una vez que se haya realizado el reembolso de las acciones, toca preguntarnos acerca del destino de las acciones que han sido materia de reembolso. Siguiendo la opinión de la doctrina nacional sobre el tema¹⁷⁹, lo intuitivo sería remitirnos al artículo 104¹⁸⁰, el cual otorga las siguientes posibilidades para que la sociedad no reduzca su capital:

1. Adquirir las acciones con cargo al capital social, únicamente para amortizarlas.
2. Adquirir las acciones con cargo a beneficios y reservas libres para amortizarlas, sin reducir el capital, pero aumentando el valor nominal de las demás acciones.
3. Adquirir las acciones con cargo a beneficios y reservas libres, sin amortizarlas para evitar un daño grave, debiendo vender las acciones en un período máximo de dos años, o mantenerlas en cartera por dicho tiempo (esto último solo hasta el 10% del capital).

Con la primera de dichas alternativas, la ley parece reafirmar que cuando la sociedad efectúe el reembolso con cargo al capital social, deberá reducir el capital. En este caso, el destino de las acciones sería su amortización. Por otro lado, las siguientes dos alternativas parecen ser las más sensatas y válidamente aplicables en caso la sociedad cuente con beneficios o reservas libres, análisis que ha sido corroborado por el Tribunal Registral en un caso de exclusión de socio¹⁸¹.

¹⁷⁹ Cfr., HERRADA BAZÁN, “*La exclusión...*”, *op. cit.*, p. 228.

¹⁸⁰ MENÉNDEZ y URÍA, Rodrigo, *op. cit.*, p. 468, señalan que la adquisición de acciones propias, o autocartera derivativa, es una posibilidad reconocida por la ley, mediante la cual la sociedad puede adquirir sus acciones, normalmente ante situaciones excepcionales. En su opinión, es una institución que comporta potenciales riesgos patrimoniales y corporativos, siendo necesario un conjunto de condiciones legales para ello.

¹⁸¹ *Vid.*, Resolución 091-2007-SUNARP-TR-A.

En ese sentido, mientras la sociedad cuente con beneficios o reservas libres, no existe ningún inconveniente en que la sociedad adquiera dichas acciones y pueda posteriormente venderlas a los demás accionistas que deseen adquirirlas, dado que la norma claramente contempla dicha posibilidad. Sin embargo, en caso la sociedad no cuente con dichos beneficios o reservas, ¿la consecuencia será tener que reducir automáticamente el capital para amortizarlas?

Para responder a dicha interrogante, debemos plantearnos otra muy importante: el artículo 104 de la LGS, ¿es aplicable de forma directa ante el ejercicio del derecho de separación? En principio la respuesta parece ser afirmativa; sin embargo, consideramos que la aplicación del artículo 104 no es automática u obligatoria ante el derecho de separación. El propósito de ello será sustentar que la sociedad pueda decidir un destino más apropiado a las acciones materia de reembolso, y que no siempre la falta de beneficios o reservas libres conllevará una reducción de capital que importe la amortización de acciones del socio disidente.

Previo a ello, citaremos los segmentos del artículo 104 pertinentes al caso:

“Artículo 104.- Adquisición de la sociedad de sus propias acciones

La sociedad **puede** adquirir sus propias acciones con cargo al capital únicamente para amortizarlas, **previo acuerdo** de reducción de capital conforme a ley. (...)

La adquisición **se hará a prorrata entre los accionistas** (...)”
(Énfasis agregado)

Analizando el artículo en mención, consideramos que los siguientes argumentos sustentan nuestra postura:

1. En primer lugar, la adquisición de las acciones del socio disidente no se origina en un acuerdo de junta o por decisión de los representantes de la sociedad, supuestos que recoge el artículo 104. La sociedad adquiere las acciones como una

consecuencia inevitable, involuntaria y hasta automática del ejercicio del derecho de separación. Por lo tanto, no se cumple el presupuesto legal sobre el acuerdo de junta general del artículo 104¹⁸².

2. En virtud a ello, el texto del artículo 104 indica lo siguiente: “la sociedad *puede* adquirir sus propias acciones”. Resaltamos la palabra “*puede*” pues ello significa en nuestro diccionario tener expedita la facultad o potencia de hacer algo, es decir, potestad. Empero, la potestad de hacer algo no implica su obligatoriedad, ya que en tal caso la norma utilizaría la palabra “*debe*”. En ese sentido, el artículo 104 contiene una potestad para la sociedad, la cual podrá libremente seguir o no dicho dispositivo.
3. En principio, el artículo 104 se refiere a la adquisición de acciones de sus accionistas. Dicha adquisición (y lo menciona el mismo artículo) se realiza por regla general a prorrata de la participación de todos sus accionistas. Esta regla general tiene a su vez excepciones, que se caracterizan por ser extraordinarias, tales como la adquisición de acciones propias para evitar un daño grave, la adquisición de acciones propias a título gratuito, etc. Sin embargo, la adquisición de las acciones por el ejercicio del derecho de separación se produce solamente de parte del socio o los socios disidentes, y a su vez, esta adquisición no se encuentra reconocida como una excepción a la regla general de adquisición a prorrata de todos los accionistas. Por ende, se trata de supuestos distintos.
4. Finalmente, la LGS no indica que se aplica directamente el artículo 104 en caso de derecho de separación. De hecho, la ley no dice nada al respecto. El derecho de separación no se afecta

¹⁸² En ese sentido, GIRÓN TENA, José, “*Sociedades mercantiles*”, *op. cit.*, p. 467, señalaba que las limitaciones han de ser referidas a supuestos de transmisión voluntaria. Este es el supuesto considerado por la ley en su manera de redactar los textos que se refieren a la materia. Asimismo, en la Resolución 091-2007-SUNARP-TR-A, el Tribunal Registral señala que para que la sociedad adquiriera las acciones del socio excluido, será necesario un acuerdo de la sociedad para adquirirlas.

por la reducción o no del capital de la sociedad. El derecho de separación busca proteger al socio, pero dicho derecho no implica que necesariamente la reducción del capital forme parte de dicha tutela. Estos socios ya se tienen por satisfechos al momento en que reciben el pago por el valor de sus acciones.

Por dichos motivos, consideramos que el artículo 104 no es aplicable *directamente* en caso la sociedad adquiriera inevitablemente las acciones del socio disidente. Que no se aplique de forma directa el artículo 104 posibilita a la sociedad a efectuar otras decisiones sobre las acciones reembolsadas. En virtud a ello, en caso la sociedad deba efectuar el pago del reembolso con cargo al capital social, la sociedad deberá convocar a junta de accionistas para que éstos deban decidir si el capital debe reducirse con la amortización de acciones correspondiente¹⁸³. Esta disposición ha sido confirmada por el Tribunal Registral, al disponer que la decisión de reducir el capital como consecuencia del derecho de separación deba corresponder a una nueva junta general¹⁸⁴.

En ese sentido, consideramos que en la situación de las acciones reembolsadas se tienen dos alternativas:

- (i) En caso el reembolso se efectúe con cargo a reservas o beneficios libres, la sociedad podrá: 1) transferir las acciones a otros socios o terceros, 2) observar las alternativas dispuestas el artículo 104 de la LGS.
- (ii) En caso el reembolso se efectúe con cargo al capital social, la sociedad deberá convocar a una nueva junta general que podrá decidir lo siguiente: 1) reducción de capital con la amortización de acciones, 2) no reducir el capital y otorgar la posibilidad de

¹⁸³ Nótese que, según lo dispuesto en el artículo 104 de la LGS, la sociedad adquiere sus propias acciones con cargo al capital social cuando la junta general previamente ha acordado su reducción para dichos efectos. Sin embargo, el caso de la adquisición de acciones por ejercicio del derecho de separación es distinto: la sociedad primero adquiere las acciones con cargo al capital social (en caso no cuente con reservas), y luego recién podrá decidir reducir el capital o no por junta general.

¹⁸⁴ *Vid.*, infra, n. 9.5. Resolución N° 213-99-ORLC/TR.

que los accionistas o terceros pueda adquirir las acciones del socio disidente, a prorrata de su participación.

Como podemos observar, si bien las alternativas dispuestas en el artículo 104 no se aplicarán de forma directa, la sociedad podrá optar por observar dicho dispositivo. En ese sentido, su aplicación termina siendo indirecta para el caso de las acciones reembolsadas por el ejercicio del derecho de separación. Por otro lado, cabe señalar que el carácter dispositivo del artículo 104 en cuanto al destino de las acciones reembolsadas, no implica que no deban cumplirse algunas disposiciones de derecho imperativo que dicho artículo regula. Nos referimos, por ejemplo, al límite del 10% del capital suscrito o al periodo máximo de dos años que dichas acciones deban estar en cartera. De esta manera, es importante que se tomen en cuenta dichos límites imperativos en todo momento, dado que la titularidad de acciones propias es una situación extraordinaria tanto para la sociedad como para terceros, debiendo ser regulada por cuestiones de orden público.

En conclusión, a fin de no perturbar la estabilidad del capital social, la sociedad se encuentra facultada para practicar otros métodos destinados a proteger su patrimonio luego del ejercicio del derecho de separación. Entre dichos métodos, la sociedad podrá adquirir las acciones del socio disidente y transferirlas a sus accionistas o terceros, o adquirirlas con cargo al capital social de forma temporal y convocando a sus accionistas para que puedan decidir el destino del capital y de las acciones.

CAPÍTULO III

La separación del accionista y su implicancia en las fusiones de sociedades anónimas

7. La tutela del accionista en la fusión de sociedades anónimas

La fusión de sociedades, como todo proceso de reorganización, produce cambios importantes en las sociedades participantes. Estos cambios pueden ser organizativos, funcionales, estructurales, etc., y afectan de forma particular a cada uno de los agentes que tengan relación con la sociedad, tales como proveedores, consumidores, trabajadores, obligacionistas, accionistas, e incluso al mercado en donde estas sociedades interactúan como empresarios¹⁸⁵. De estos agentes, los accionistas mayoritarios de las sociedades participantes son quienes finalmente tienen la facultad para decidir la operación, debido a que de ellos depende aprobar el proyecto de fusión preparado por sus administradores.

De esta forma, si la colectividad de accionistas representada a través del voto mayoritario decide acordar una fusión en aras de obtener un beneficio global, cabe preguntarse: ¿por qué es necesario tutelar los intereses de los accionistas minoritarios que se oponen al acuerdo de fusión? La respuesta no parece ser simple. En la doctrina y en el Derecho comparado encontramos razones con las que se ha venido justificando su reconocimiento, así como también argumentos en contra de su admisión.

¹⁸⁵ En ese sentido, Cfr. FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 45.

Vaya por delante nuestra opinión de que el reconocimiento de este derecho para este tipo de operaciones societarias sí resulta necesario, y que los argumentos por los cuales se defiende que este derecho no debería ser admitido pueden ser fácilmente superados con la aplicación de herramientas jurídicas en el caso concreto. Por lo tanto, junto con los fundamentos de la existencia de este derecho¹⁸⁶, consideramos que los motivos que desarrollaremos a continuación justifican su reconocimiento en el caso especial de una fusión de sociedades anónimas, ya sea por vía legal o estatutaria.

7.1. Extinción del contrato de sociedad

Desde la perspectiva de la sociedad como contrato¹⁸⁷, la sociedad tiene su origen en un negocio jurídico constitutivo que se adscribe a la amplia categoría del contrato, y como tal, es un vínculo jurídico que une a los socios fundadores y a quienes posteriormente se adhieren a ella de forma voluntaria. En ese sentido, el consentimiento manifestado en la voluntad de asociarse resulta fundamental para encontrarnos ante la presencia de un contrato de sociedad. Este elemento de voluntariedad resulta vital para explicar la teoría del contrato de sociedad¹⁸⁸, por la cual se busca brindar una explicación al fenómeno societario materia de estudio por el Derecho de sociedades.

En efecto, el elemento de voluntariedad se vuelve notorio al momento en que el accionista decide constituir o unirse a una sociedad, manifestando su aceptación con los términos y condiciones que el estatuto de dicha sociedad formula o ha formulado previamente, y obligándose a cumplir con los deberes que emanan de dicho instrumento.

¹⁸⁶ *Vid.*, supra, n. 4

¹⁸⁷ Cfr. PAZ-ARES, Cándido, “*Las sociedades mercantiles*”, en VV.AA., en “*Lecciones de derecho mercantil*”, Civitas, Madrid, 2011, pp. 359-363.

¹⁸⁸ En la doctrina nacional, cfr. MONTOYA MANFREDI, *op. cit.*, pp. 139-140, para una explicación de las distintas teorías que explican la naturaleza jurídica de la sociedad; ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 7; ECHAIZ MORENO, Daniel, (“*Un nuevo enfoque jurídico...*”, *op. cit.*, pp. 19-23); en la doctrina extranjera: cfr., Girón Tena, “Derecho de sociedades”, *op. cit.*, p. 73); MASCHERONI, “*Sociedades comerciales*”, Editorial Universidad, Buenos Aires, 1986, p. 25, BROSETA PONT, “*Manual de Derecho Mercantil*”, 18a ed., Tecnos, Madrid, 2011, pp. 283-287.

Esta voluntariedad también se encuentra relacionada al momento en que el socio decide desvincularse de la sociedad anónima, sea mediante la venta de sus acciones o la declaración de separación.

Ahora bien, como hemos visto anteriormente¹⁸⁹, la fusión produce la extinción de por lo menos una de las sociedades involucradas, extinguiéndose de la misma forma la relación jurídica original en que se expresaban dichas sociedades. Sin embargo, los accionistas minoritarios disconformes con el acuerdo estarían obligados a desvincularse de una relación jurídica societaria sin su consentimiento y, a su vez, vinculándose a una nueva relación de este tipo, en donde puede haber términos, condiciones u obligaciones con las que no estén de acuerdo.

Por ello, desde una perspectiva contractual¹⁹⁰, una fusión produce una resolución contractual (por causal legal o estatutaria) unida indisolublemente a una “recontratación” que es impuesta por la mayoría de un grupo social a la totalidad de accionistas, inclusive a quienes se opongan a la aprobación de los proyectos correspondientes. En ese sentido, si no se reconociese una tutela, se estaría obligando a los accionistas opositores a tener que suscribir o adherirse a un nuevo contrato de sociedad en contra de su voluntad, lo cual trastoca y vulnera inclusive el principio constitucional de libertad de contratación¹⁹¹.

Cabe señalar que esta situación ocurre en ambos tipos de fusión, ya sea por absorción o por constitución. En una fusión por constitución, la extinción del contrato originario se produce en todas las sociedades participantes, llevando consigo la creación de un nuevo contrato social en la sociedad resultado. En una fusión por absorción, se produce el traspaso de un contrato a otro para los accionistas de la sociedad absorbida, dado que la sociedad originaria a la que pertenecen se extingue por la fusión;

¹⁸⁹ *Vid.*, supra, n. 3.1. b).

¹⁹⁰ *Vid.*, supra, n. 1.2.

¹⁹¹ El Tribunal Constitucional peruano ha desarrollado en diversas oportunidades el contenido de la libertad contractual contenida en el artículo 62 de la Constitución Política del Perú. Así, en la sentencia 02175-2011-AA, ha señalado que el contenido mínimo o esencial del derecho a la libre contratación (...), está constituido por las siguientes garantías: autodeterminación para decidir la celebración de un contrato, así como la potestad de elegir al cocelebrante.

mientras que en la sociedad absorbente se efectuarán modificaciones (algunas de gran importancia) en la relación societaria y contractual. En efecto, la sociedad absorbente puede decidir reformular un nuevo estatuto, dejando sin efecto el pacto social original al cual se adhirieron sus socios. Por ello estaríamos hablando de una refundación de la sociedad en términos materiales que puede producirse a través de la fusión, lo cual genera que la relación contractual no sea esencialmente la misma para los socios de las sociedades absorbentes¹⁹².

Remitiéndonos a los antecedentes del supuesto, la inclusión del derecho de separación fue justificada por ser la fusión una modificación estatutaria, y por lo tanto un cambio en el contrato de sociedad¹⁹³. Por lo tanto, aunque entendemos que dicha concepción ha evolucionado, consideramos que dicha modificación estatutaria cobra otro nivel al tratarse de una operación que involucra a otras sociedades y una nueva relación jurídica societaria. En conclusión, no sería correcto obligar a un accionista a adscribirse a un nuevo contrato sin haber prestado su consentimiento para ello, por lo que en dicho escenario debe existir una herramienta que otorgue una salida justa y oportuna a tal socio.

7.2. Disminución de participaciones

A diferencia de los demás supuestos legales para el ejercicio del derecho de separación, en el caso de una fusión se produce una consecuencia muy relevante para los intereses de los accionistas, la cual consiste en la disminución porcentual de su participación en el accionariado de la sociedad resultado. Por ello, la redefinición de intereses que los accionistas mayoritarios acuerdan, trae consigo la dilución de sus participaciones originarias tanto para los socios mayoritarios como minoritarios, puesto que por aplicación de la relación de canje ingresarán nuevos socios a la sociedad a través del incremento del capital¹⁹⁴.

¹⁹² Cfr., infra, n. 7.3.

¹⁹³ Como hemos visto anteriormente (*Vid.*, supra n. 4.1), el *Codice di Commercio* italiano de 1882 reconoció este derecho en los procesos de fusión justificándolo por ser la fusión una modificación estatutaria.

¹⁹⁴ *Vid.*, supra, n. 3.2.

En efecto, salvo que un accionista sea titular de acciones en dos o más de las sociedades participantes, la participación de los accionistas siempre disminuirá como consecuencia de la emisión o entrega de acciones a los accionistas de las otras sociedades¹⁹⁵. Esto afecta de modo particular a un accionista minoritario que, incluso oponiéndose al acuerdo de fusión, vería reducida su participación en la sociedad a la cual decidió unirse libremente conociendo su nivel de participación en el accionariado social.

En una fusión por absorción, este efecto se presenta de forma evidente para los accionistas de las sociedades absorbidas. Como efecto natural de la fusión, la participación de estos accionistas será reducida en la sociedad resultado, incluso si la relación de canje es favorable para la sociedad absorbida¹⁹⁶. Mientras que, para los socios de la sociedad absorbente, la fusión origina para los socios un efecto equivalente al del aumento de capital social sin derecho de suscripción preferente, lo cual implica que no puedan adquirir nuevas acciones, y disminuya su participación en la sociedad resultado. En ese sentido, el socio de la sociedad absorbente subsiste en la sociedad resultado, para lo cual en principio no se ve del todo afectado, sin embargo, la asunción del pasivo de la sociedad absorbida, la entrada de nuevos socios, la modificación estatutaria, etc., pueden convertir a la sociedad absorbente en una

¹⁹⁵ En ese sentido, PÉREZ TROYA (“*La determinación...*”, *op. cit.*, p. 15; y “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 37), señala que el redimensionamiento empresarial que propicia (la fusión) acaece con la contrapartida de que la participación originaria de los socios resulta diluida en la sociedad resultante. Esta disminución en la participación de los socios no necesariamente constituye un aspecto negativo, sobre todo para los socios que acordaron llevar a cabo la fusión, ya que con esta operación se estarían obteniendo sinergias empresariales que otorgarán un valor más importante a la sociedad de forma individual. En ese sentido, para ubicar una explicación económica de la fusión, *Vid.*, MASCAREÑAS, *op. cit.*

¹⁹⁶ La inclusión de nuevos socios, tanto desde la perspectiva de la sociedad absorbente como de la sociedad absorbida, implicará que los porcentajes de participación de todos los socios sea reducida, salvo que un accionista posea acciones en ambas sociedades. *Vid.*, supra, n. 3, b). De la misma opinión es NEIRA ARCHILA, Luis Carlos (“*La reforma al Código de Comercio. Ley 222 de 1995*”. Cámara de Comercio de Bogotá, Bogotá, 1996, p. 279).

sociedad esencialmente distinta de la que era anteriormente, en la que tampoco se puede obligar a permanecer en la sociedad al accionista¹⁹⁷.

Esta dilución es aceptada por la mayoría de los socios que votaron a favor del acuerdo de fusión quienes lógicamente deciden soportar una disminución en su participación a cambio de un resultado positivo en el futuro. Sin embargo, ello no necesariamente comporta una ventaja para los accionistas minoritarios que precisamente se oponen a la fusión, quienes verían sus participaciones aún más reducidas.

La relevancia de este aspecto radica en que la titularidad de acciones, aun siendo minoritaria, otorga a los accionistas la habilitación de determinados derechos políticos, tanto por ley como por el estatuto. Por citar algunos ejemplos, la convocatoria a junta general en la LGS puede ser solicitada por un número de accionista no menor al veinte por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto, mismo porcentaje que aplica para la solicitud del reparto del dividendo obligatorio. En ese sentido, el valor del control de la sociedad constituye un activo muy valioso, de tal forma que la premisa fundamental para que exista un control es la existencia de una alta correlación entre una eficiente administración y el valor de las acciones de las sociedades¹⁹⁸.

La trascendencia de un cambio de control es una cuestión que toma mayor trascendencia en otros tipos societarios, como es el caso de las sociedades anónimas abiertas. En estas sociedades bursátiles, cuando se produce una toma de control a través de una fusión, ello obliga a los controladores a tener que realizar una Oferta Pública de Adquisición (OPA)¹⁹⁹. Esta oferta se realiza a los accionistas que no deseen seguir formando parte de la sociedad como consecuencia del cambio de control. La finalidad de ello es proteger al accionista inversor sobre todos aquellos cambios de control que sucede en la sociedad en donde

¹⁹⁷ Cfr. MENÉNDEZ y URÍA, *op. cit.* p. 558.

¹⁹⁸ Cfr., ROMANO, *op. cit.*, p. 223 y ss.

¹⁹⁹ La Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de oferta pública de adquisición y de compra de valores por exclusión (cfr., nota al pie de página 157) obliga a que los adquirentes de participaciones significativas efectúen esta oferta cuando dicha adquisición conlleve la toma de control de la sociedad.

invierte²⁰⁰. Algunos autores han señalado que algunos ordenamientos permiten al socio minoritario desvincularse de la sociedad cuando alguien alcanza un porcentaje muy alto del capital social, debido a que esta situación comporta una correlativa pérdida de liquidez de la inversión²⁰¹.

7.3. Trascendencia del acuerdo de fusión

Finalmente, creemos que una de las razones más importantes que justifican el reconocimiento del derecho de separación en una fusión es la trascendencia que esta operación tiene en los intereses de los socios. Esta trascendencia puede notarse a través de los cambios organizativos y empresariales que se puedan llevar a cabo en la sociedad, tales como el cambio de objeto social, el cambio de domicilio a otro país²⁰², el cambio del modelo de negocio y de plan estratégico, incursión en nuevos mercados, cambio de políticas internas y externas, etc.

Por esta razón, la fusión ha sido incluida en la doctrina dentro de la categoría de operaciones que conllevan una modificación estructural, y que ponen en juego la misma existencia o configuración básica de la sociedad modificada, ya que en todos los casos se produce una variación integral de la estructura, socios y patrimonios de las personas jurídicas participantes²⁰³. Por lo tanto, creemos que la fusión de sociedades es un proceso con tiene una relevancia particular en los intereses de los accionistas, poniendo en juego su posición y expectativas empresariales²⁰⁴.

²⁰⁰ Para un estudio más completo sobre el reconocimiento de esta figura en el Derecho comparado, Vid, FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria, “*La protección jurídica del accionista inversor*”, Editorial Aranzadi, Navarra, 2000, p. 147 y ss.

²⁰¹ Cfr. FARRANDO MIGUEL, (*op. cit.*, p. 31), y PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 37).

²⁰² De hecho, estos dos actos (cambio de objeto social y traslado de domicilio al extranjero) son reconocidos por sí mismos como hipótesis para el ejercicio del derecho de separación en la LGS.

²⁰³ Cfr. PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 34, citando a EMBID, “*La fusión y la escisión en la nueva Ley de sociedades anónimas*”.

²⁰⁴ Expectativas que deberían ser equivalentes para todos los accionistas. En ese sentido, GARRIGUES y URÍA, (“*Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*”, II,

Sobre este aspecto, ELÍAS LAROZA²⁰⁵ señaló que no es fácil imaginar un acto societario más trascendente que la fusión, por lo que no queda duda de la trascendencia de esta operación societaria. Es por ello que por la relevancia que por sí sola demuestra una fusión, el socio minoritario debería estar en la posibilidad de decidir su continuación en la sociedad y, por lo tanto, salvaguardar sus intereses preponderantemente económicos.

Finalmente, debemos reconocer que la trascendencia de la fusión se refleja también en uno de los efectos que hemos reconocido como esenciales de la fusión: el ingreso de nuevos socios como consecuencia de la aplicación de la relación de canje de acciones²⁰⁶. Visto desde una perspectiva personal del socio, este efecto puede provocar (por cuestiones muy diversas) que algún socio no desee formar parte de una agrupación en donde concurra otra persona. En principio, esto no debería ameritar la tutela del accionista en una fusión entre sociedades anónimas, dado que podría argumentarse que este aspecto personal no es relevante para este tipo societario. Sin embargo, creemos que es normal (sobre todo en nuestro país) que una sociedad anónima puede configurarse con elementos propios de una sociedad personalista, en donde el elemento personal pueda justificar restricciones en la relación intrasocietaria²⁰⁷.

8. La regulación del derecho de separación en la fusión de sociedades anónimas en el Derecho comparado

La fusión de sociedades como causal del derecho de separación ha sido un tema que ha tenido un variable y distinto desarrollo en las principales legislaciones a nivel mundial (además de polémico a nivel

Madrid, 1976, op. cit., p. 757, menciona que la fusión no puede traer para unos socios ventajas patrimoniales en detrimento de otros

²⁰⁵ ELÍAS LAROZA, op. cit., p. 772.

²⁰⁶ Vid., supra, n. 3.1. c).

²⁰⁷ En nuestra legislación no es imperante que la sociedad anónima ordinaria conserve el elemento “anónimo” y por ello se deje de lado el *affectio societatis* que se mantiene presente para otros tipos societarios personalistas. Por ello, no se restringe la aplicación de ciertos elementos destinados a salvaguardar la cualidad del socio, tales como la inclusión del derecho de adquisición preferente en el estatuto de la sociedad anónima.

doctrinal)²⁰⁸. Esta sorprendente heterogeneidad en su regulación merece que sea examinada desde sus orígenes y fundamentos, en virtud al contexto económico en donde se lleva a cabo una fusión de sociedades de tipo capitalista. De esta forma, realizaremos un breve repaso de la evolución (o quizá involución) en el reconocimiento de este derecho frente a las fusiones en los principales ordenamientos del Derecho comparado.

8.1. Principales ordenamientos europeos

Respecto a la regulación del derecho de separación en la fusión, haremos una referencia a los principales ordenamientos europeos en esta materia. En ese sentido, hemos fijado una atención especial en los sistemas que, sobre este punto, son los más representativos en dicho continente que reconocen el derecho de separación: España, Italia y Alemania.

Cabe señalar que, a pesar de ser uno de los ordenamientos jurídicos más importantes en Europa, Francia no reconoce el derecho de separación en materia societaria, por lo que no viene al caso hacer referencia detenida a este país en este apartado²⁰⁹. Asimismo, a pesar de no estar regulado expresamente como tal en el derecho inglés, haremos

²⁰⁸ Cfr. FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p. 37. Este autor señala que el reconocimiento del derecho de separación no ha sido pacífico ni tiene alcance universal. Citando otras opiniones, destacan algunos autores que sostienen que esta institución se dirige inexorablemente a su extinción, frente a otros que postulan su renacer. De forma similar opina PERALES VISCASILLAS (*op. cit.*, p. 277), al señalar que el análisis de la fusión como causa legal de separación es interesante porque se observa una cierta indecisión del legislador mercantil español a la hora de considerarla como causal legal de separación.

²⁰⁹ Sin perjuicio de ello, existen dos cuestiones que nos parece interesante rescatar en la regulación francesa actual. El primero, si la fusión implica un aumento en las obligaciones de los accionistas, entonces la misma debe ser acordada de forma unánime (artículo 236-5 del *Code de Commerce*). Asimismo, como novedad legislativa, es importante mencionar que en el 2008 se incluyó a las fusiones internacionales, reconociendo la posibilidad a los accionistas minoritarios de poder vender sus acciones a la sociedad en caso éstos así lo decidan, solo cuando la legislación aplicable del país extranjero ofrezca esta posibilidad a los socios minoritarios. (artículo 236-28 y 236-29 del *Code de Commerce*).

una breve reseña de la situación regulatoria referente a la tutela del accionista frente a una fusión, la cual cuenta con algunas particularidades propias de su tradicional sistema legal y judicial.

Por lo tanto, realizaremos un breve repaso en la historia del reconocimiento de la fusión como hipótesis del derecho de separación en estos ordenamientos, para luego aterrizar a su situación regulatoria actual.

- a) **Italia:** como hemos visto anteriormente, el derecho de separación tiene su cuna en Italia²¹⁰. En ese sentido, el primer cuerpo legislativo que reconoció el derecho de separación en el contexto de una fusión fue el *Codice di Commercio* de 1882 de Italia, cuando apenas la fusión de sociedades se mostraba como una forma de reorganización en sus versiones más primitivas²¹¹. De acuerdo a los orígenes del derecho de separación relacionado a la tutela frente a modificaciones estatutarias, la fusión fue incluida como una causal del derecho por ser considerada como una operación que importaba un cambio estatutario.

En cuanto a los detalles de la operación, no quedó claro si es que este derecho podía ser reconocido para ambos tipos de fusiones: fusión por creación o por absorción. En virtud a ello, se formó un primer debate doctrinal acerca de la necesidad de reconocer este derecho en ambos subtipos. De esta manera, quienes alentaban a que dicho derecho sea reconocido para ambas sociedades, señalaban que la ley no diferenciaba la aplicación de este derecho en cuanto al tipo de fusión. Sin embargo, sus inmediatos opositores aludieron que la doctrina sí distinguía ambas subtipos de fusión, señalando que la fusión por incorporación no implicaba ningún efecto estatutario en la sociedad absorbente y que, por lo tanto, no debía otorgarse este derecho a los socios de la sociedad adquirente²¹².

²¹⁰ *Vid.*, supra, n. 5.1, a).

²¹¹ MARTIN PENACCA, Carlos, “*El derecho de receso*”, Editorial Astrea, Buenos Aires, 1978, p. 19.

²¹² BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 276.

Al margen de ello, el *Codice di Commercio* de 1882 fue el único cuerpo legal que reconoció a la fusión como hipótesis del derecho de separación, dado que se pudo empezar a advertir una tendencia a restringir el derecho de separación en los procedimientos de fusión, lo cual terminó de forma inexorable en la eliminación de la fusión de sociedades como causal del derecho de receso en posteriores cuerpos normativos. Como explica BRENES CORTÉS, esta tendencia tuvo sus razones históricas²¹³, recordando la realidad y el contexto europeo de la post Primera Guerra Mundial, lo cual sustentó la necesidad de prescindir de la fusión como causal de activación del derecho de separación. Este sustento se tradujo en la necesidad de favorecer las operaciones de concentración de empresas, impulsando legislativamente todo lo que estuviese a su favor, y desalentando todo aquello que estuviese considerado como un obstáculo para ello, como lo es el derecho de receso. Este argumento impulsó al legislador italiano a suprimir este derecho, lo cual ocurrió eventualmente con la promulgación del *Codice Civile* de 1942. De esta forma, la exclusión de la fusión como hipótesis de separación de la sociedad tuvo su razón de ser en la importancia creciente que venía asumiendo la fusión como fenómeno de integración económica. La legislatura italiana le otorgó el *favor legis* a estos procesos societarios, proscribiendo la posibilidad de que pueda llevarse a cabo este derecho, quedando solo como excepción el supuesto en el cual la fusión conllevará un cambio en el objeto social de la sociedad²¹⁴.

²¹³ *Ibíd.*, p. 277. Dicho autor señala que la Primera Guerra Mundial provocó un impulso anómalo de determinados sectores productivos como el mecánico y siderúrgico debido a las imprevistas exigencias de equipamiento. Todo ello provocó, desde 1919, una vez finalizada la Guerra, una coyuntura económica que desembocaría en la gran crisis de 1921.

²¹⁴ La doctrina mayoritaria respaldó esta excepción, admitiendo que las operaciones de fusión pueden convertirse en una estrategia para eludir el derecho de separación. Caso contrario sucedió con las operaciones de fusión en las cuales la sociedad absorbente contemple o sea equivalente al objeto social de la sociedad absorbida, para lo cual la doctrina respondió en sentido negativo. *Vid.*, BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 281.

Actualmente, el *Codice Civile* de 1942 sigue siendo la norma vigente para la regulación societaria en Italia, y en la cual no se reconoce el derecho de separación para las fusiones societarias, conforme se aprecia en el artículo 2437 que regula este derecho, y en los artículos 2501 al 2504 de la sección II del capítulo VIII del Título V que regula las operaciones de fusión. Cabe señalar que recientemente, mediante Decreto Legislativo 6/2003 de 17 de enero, se reformó el artículo 2437 ampliando las causales para el ejercicio del derecho de receso. Sin embargo, la fusión no se incluye como una de las siete hipótesis allí planteadas. No obstante, debemos destacar que esta norma otorga la facultad de inclusión estatutaria del derecho de separación, por lo que la fusión podría introducirse en el estatuto como una causal para su ejercicio.

- b) España:** en el caso español la situación no fue distinta en un inicio. El reconocimiento en Italia tuvo un papel importante para que el legislador de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 entendiera que, ante ciertos supuestos, la voluntad de las mayorías debería ceder ante el derecho del accionista, o en todo caso, conceder la facultad para que este no acate el acuerdo de fusión y pueda separarse de la sociedad²¹⁵. Por lo tanto, esta norma sí reconoció a la fusión como causal del derecho de separación, remitiéndose para ello a lo estipulado en la norma para las transformaciones societarias²¹⁶.

Este reconocimiento tuvo a su vez una particularidad al respecto. La norma establecía – en un intento de proteger al accionista disconforme - una presunción *iuris et de iure* de que el socio que no votaba a favor de la fusión dentro de un periodo de tiempo, se

²¹⁵ Cfr. PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 505, quien señala que, en el reconocimiento del derecho en la ley de 1951, jugó un papel importante el diritto di recesso configurado por el legislador italiano, tal y como se reconoce explícitamente en el Anteproyecto del Instituto de Estudios Políticos.

²¹⁶ Además de la fusión, el derecho de separación también se reconocía en la hipótesis de que la sociedad acordase un cambio de objeto social y transformación.

entendía automáticamente por separado²¹⁷. Es decir, la forma en la cual se reguló este derecho en España comportó un ejercicio negativo del derecho, ya que no resultaba una facultad de elección del socio de querer separarse o no de la sociedad si es que no estaba de acuerdo con la fusión, sino que la norma la ley lo separaba automáticamente si estando ausente en la junta, no se adhería al acuerdo en el plazo de un mes²¹⁸.

Por otro lado, se planteó si este derecho podía ser ejercido tanto por los socios de la sociedad absorbida como los socios de la sociedad absorbente. Sin embargo, a diferencia de la doctrina italiana, diversos autores españoles se pronunciaron a favor del reconocimiento de este derecho para todas las sociedades participantes en la fusión, dado que la norma en cuestión no realizaba distinción alguna entre los procesos de fusión por creación o por absorción²¹⁹.

Sin embargo, al igual que en Italia, la situación política y económica de España demandó que se lleven a cabo distintos procesos de concentración empresarial, y de esta manera evitar el atomismo de las unidades de producción²²⁰. En ese sentido, lo dispuesto por la norma de 1951 con respecto al derecho de

²¹⁷ Cfr. BRENES CORTÉS (*op. cit.*, p. 286), quien a raíz que la regulación remitía a las normas de transformación, opina que dicha situación no debió haber sido incluida para la fusión. Asimismo, como menciona PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 507), este singular modo de separación a través de la inactividad del accionista, fue centro de atención de especial por la doctrina española.

²¹⁸ Este mecanismo no estuvo exento de críticas por la forma por el cual debía ejercitarse, sumado a que en la práctica existiesen problemas que condujeron al fracaso de algunas fusiones. En ese sentido se pronuncia PERALES VISCASILLAS, *op. cit.*, p. 279. Otros autores que criticaron dicha disposición, DUQUE, “*Los métodos de grupos de sociedades*”, en “*Ponencias españolas del VII Congreso Internacional de Derecho Comparado*”, Barcelona, 1966, pp. 393 y 394; VICENT CHULIÁ “*La fusión propia y las fusiones impropias en el Derecho español*”, en “*Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*”, Tomo III, Madrid, 1971, p. 488.

²¹⁹ GARRIGUES y URÍA, (“*Comentarios...*”, *op. cit.*, pp. 765 y 766; BRENES CORTÉS; *op. cit.*, p. 285.

²²⁰ Cfr. BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p 287.

separación no parecía ser del todo adecuado, ya que no favorecía a la fusión y podía debilitar a la sociedad resultado²²¹. De nuevo podemos observar que la legislación extranjera priorizó la ocurrencia de estos procesos y fue restringiendo la aplicación del derecho de separación, considerado como un aspecto negativo y desfavorable para la concentración de sociedades.

En un primer momento, el legislador español no modificó la ley en lo que respecta al derecho de separación, sino que según el contexto económico, creó una ley especial de fusiones²²². Ciertamente esta ley no significaba una alternativa para todas las fusiones societarias pues esta norma tenía un limitado ámbito material relacionado al aprovechamiento de ventajas fiscales a fin de favorecer el desarrollo de las concentraciones empresariales²²³. Sin embargo, producto a la alternativa que planteaba esta ley, gran parte de las fusiones se realizaron bajo el espectro de esta norma, lo que conllevó a que perdiese su carácter de especial y pasase a considerarse como un proceso general y usual en la práctica²²⁴. Esta norma sí permitía al accionista disconforme con el acuerdo de fusión a decidir separarse de la sociedad dentro del plazo de un mes de adoptado el acuerdo (tanto a los ausentes como disidentes), otorgar a la sociedad la posibilidad de pagar el reembolso de las acciones a través de un fraccionamiento de

²²¹ Ibíd. Dicho autor señala que el reconocimiento del derecho de separación en la LSA de 1951, chocaba con la creciente tendencia a la concentración de empresas, y ello podía conllevar un debilitamiento de la sociedad resultante de la fusión.

²²² Ley 83/1968 de 5 de diciembre de 1968, reguladora de las fusiones especiales acogidas al régimen de acción concertada o en las que se declaren de aplicación por el Ministerio de Hacienda. Para un desarrollo más amplio sobre esta norma, *Vid.*, MOLL DE MIGUEL, “*Las fusiones especiales de la sociedad anónima*”, RDP, n. 62, 1978, p. 775); BRENES CORTÉS, *op. cit.*, pp. 288-301.

²²³ Esta norma resultaba aplicable únicamente a los supuestos de concentración operados mediante fusión propia en cuyo proceso de realización participaba al menos una sociedad anónima, siempre que hubiera obtenido los beneficios tributarios al acto de concentración, entre otros requisitos adicionales. Es decir, no resultaba aplicable para la fusión impropia, fusión propia en que no participe una sociedad anónima, y los de agrupación de sociedades y de integración de empresas por procedimientos distintos a una fusión.

²²⁴ BRENES CORTÉS, *op. cit.*, 289.

pago, así como la no paralización de la fusión por la impugnación del socio disidente para exigir el reembolso del valor justo.

Posteriormente, a raíz de la adaptación de la legislación mercantil española a las Directivas comunitarias, el derecho de separación para las fusiones no se reconoció en la Ley 19/1989 (Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea) ni tampoco en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989 de 22 de diciembre)²²⁵. De esta forma, para el legislador español tuvo más importancia la armonización de la normativa española con la Tercera Directiva de la Comunidad Económica Europea, que el reconocimiento del derecho de separación, considerado por la doctrina española como un obstáculo para la armonización comunitaria y la concentración empresarial, además del efecto desinversor de dicho derecho en una fusión²²⁶.

Actualmente, en abril del 2009 se promulgó la Ley de Modificaciones Estructurales (Ley 3/2009 - LME), que regula aspectos relacionados a las operaciones de modificación estructural, entre ellas, la fusión. Esta norma reconoce el derecho de separación para los socios que no estén de acuerdo con el acuerdo de transformación, pero no reconoce el mismo derecho en el caso de una fusión, salvo que se trate de una fusión transfronteriza intracomunitaria de sociedades de capital que implique el traslado del domicilio al extranjero²²⁷. A pesar de

²²⁵ Como indica PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 513), si bien se promulgaron leyes especiales que empezaron a restringir la aplicación del derecho de separación para determinados supuestos, la supresión del derecho de separación en la fusión con carácter general no era cuestión sencilla, pues debía suponer una reordenación total del procedimiento de fusión. Por lo cual, el tema quedó aplazado hasta la adaptación al Derecho comunitario del ordenamiento español.

²²⁶ RUBIO, Jesús, “*Curso de derecho de sociedades anónimas*”, Editorial de Derecho Financiero, Madrid, 1964, p. 414.

²²⁷ Cabe mencionar que la versión original del artículo 62º de esta norma remitía a las normas de separación conforme a las sociedades de responsabilidad limitada. Dicho texto fue finalmente modificado por la Ley 1/2012 del 22 de junio, cuyo

ello, debemos señalar que la finalidad de dicho precepto no es proteger al socio de los efectos propios de una fusión, sino lo que busca la norma es la protección del accionista solo con respecto al cambio de domicilio en otro Estado miembro que puede darse como consecuencia de una fusión. Así, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio (en concordancia con la LME), solo reconoce el derecho de separación de socios ante el supuesto en que la fusión implique que la sociedad anónima traslade su domicilio otro Estado miembro²²⁸.

- c) **Alemania:** el reconocimiento de un derecho de separación del socio en el ordenamiento alemán no ha tenido una cabida exacta para el caso de las fusiones en la Ley de Sociedades Anónimas de Alemania (*Aktiengesetz*). Sin embargo, la fórmula para lograr el retiro del socio no es desconocida para el legislador alemán, dado que ha estado previsto en esta norma para otros supuestos distintos²²⁹. Dentro del grupo normativo que han modificado la *AktG*, podemos ubicar a la Ley sobre modificaciones estructurales (*Umwandlungsgesetz*) de 1969, posteriormente derogada por la *Umwandlungsgesetz* de 1994. Esta última al igual que muchas otras normas especiales, ha disminuido el contenido normativo de la *AktG* al extraer de ella la materia pertinente para regular este tipo de procesos societarios, tales como la fusión de sociedades²³⁰.

A finales de 1994, se promulgó la Ley de Reestructuraciones

texto vigente remite a las normas de la Ley de Sociedades de Capital para efectos de ejercicio del derecho de separación.

²²⁸ Cfr. BROSETA PONT, “*Manual...*” *op. cit.*, p. 580. Asimismo, la norma no precisa la situación respecto a la fusión con sociedades domiciliadas en Estados no miembros, tema que la doctrina de dichos países debería abordar y que aquí, en cambio, nos llevaría demasiado lejos incluir en la presente investigación.

²²⁹ Cfr. PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 487), quien señala que la *AktG* permitía la transformación de una sociedad anónima en una sociedad de responsabilidad limitada, y ante ello, la sociedad había de ofrecer a los accionistas opuestos al acuerdo a adquirir sus cuotas a cambio de una compensación en metálico.

²³⁰ EMBID IRUJO, “*Ley alemana...*”, *op. cit.*, p. 21.

sociales (*Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts – UmwBerG*), que pasó a reglamentar ya no solo la concentración empresarial, sino de una forma más genérica la reestructuración social. Uno de los objetivos de dicha norma fue el acabar con la dispersión normativa existente, entre ellas, algunos artículos de la *AktG* y de la *Umwandlungsgesetz*, dado que la concurrencia de diversas leyes resultaba problemática, incompleta y no tan clara. Otro objetivo fue abrir nuevas posibilidades de reestructuración para facilitar a las empresas la adecuación de su estructura jurídica a las cambiantes circunstancias económicas, con énfasis a las condiciones presentes en la unión del mercado europeo²³¹.

Con la *UmwBerG*, el legislador alemán instauró un derecho similar al de separación del socio en ciertos casos de fusión, no solo para el caso de las sociedades anónimas sino también para otros tipos societarios²³². En ese sentido, no se regula propiamente un derecho de separación, como los reconocidos en la norma española o italiana, sino que se regula como una obligación de la sociedad absorbente de realizar una oferta de indemnización a los socios. Esta obligación se denomina como *Abfindungsangebot*, cuya traducción al español significa “oferta de indemnización”, y el socio recibe una liquidación en efectivo, o “*Barabfindung*” en alemán. Ahora bien, este derecho solo se reconoce para los socios de la sociedad absorbida o para ambas sociedades si se trata de una fusión por creación²³³. Asimismo, este derecho del socio sólo se reconoce en dos casos: a) cuando la fusión tiene como participantes a sociedades con distinta forma jurídica, de forma tal que cambia la participación de los socios; b) cuando la fusión restringe la transmisibilidad de las participaciones. De esta forma, podemos notar que para el

²³¹ Cfr. PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 51, para quien el objetivo de la medida propuesta en dicha ley constituye quizá el aporte más relevante que se presenta en relación a la tutela del socio ante una fusión de sociedades.

²³² *Ibíd.*, p. 490.

²³³ Asimismo, es importante destacar que la norma reconoce este derecho solo para los socios que han dejado constancia de su oposición al acuerdo, por lo que no están legitimados los ausentes o quienes se abstuvieron de votar.

legislador alemán el criterio necesario para reconocer la *Abfindungsangebot* y la consecuente *Barabfindung* es el cambio de la naturaleza de la participación del socio²³⁴.

Cabe resaltar que este método no ha sido el único reconocido por el legislador alemán para proteger al accionista. En ese sentido, nos parece interesante resaltar la previsión de que, a pesar de que la transmisibilidad de participaciones pueda estar limitada por el estatuto, los socios puedan enajenar sus participaciones libremente durante el plazo de aceptación de la *Abfindungsangebot*.

- d) Derecho inglés:** el mecanismo para la protección del socio en el derecho inglés ante una fusión tiene un planteamiento distinto del Derecho Continental o *Civil Law*. En primer lugar debemos señalar que en el derecho anglosajón no existe una norma general aplicable para todas las sociedades, como sí existe en el Derecho romano – germánico²³⁵. Por lo tanto, podemos abocarnos a referirnos sobre la norma que trata a las *companies* del derecho inglés, cuya figura es la más similar a la de una sociedad anónima.

El cuerpo legislativo del *Statute Law* que reguló a las *companies* por mucho tiempo fue la *Companies Act* de 1985, y en donde se reconocía un mecanismo de protección al minoritario frente a un fenómeno más amplio que el de las fusiones societarias, como son la adquisición de acciones o toma de control de las mismas (“*take-over offer*”). Un año después, con la promulgación de la *Financial Service Act* de 1985, se modificó la redacción original de los artículos correspondientes de la *Companies Act*, recogiendo una nueva disposición para éstos. Este mecanismo de protección reconoció la posibilidad de que un accionista opositor pueda disponer fácilmente su salida de la sociedad, y al mismo tiempo,

²³⁴ PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 493.

²³⁵ ZEGARRA MULÁNOVICH, Álvaro, “*Perfección del contrato e inicio de la sociedad (partnership)...*”, *op. cit.*, p. 291.

la posibilidad de que los socios mayoritarios puedan adquirir las participaciones de dichos opositores.

De esta manera, en el derecho inglés no se reconoció como el derecho de separación del accionista en los países de tradición continental²³⁶, sino que se reconoció a través de dos derechos correlativos: el derecho de los accionistas minoritarios a que se adquiriera su participación, y por otro lado, el derecho del accionista mayoritario (oferente) de adquirir las acciones de los socios minoritarios que no estén de acuerdo con la operación²³⁷. El derecho de los accionistas minoritarios se activaba cuando el oferente había adquirido el 90% del valor de todas las acciones de la sociedad, y el derecho de adquirir las acciones por parte del accionista mayoritario se activaba cuando éste adquiriera el 90% de las acciones de la sociedad.

Pese a que el porcentaje para poder activar este derecho es muy elevado (lo cual dificulta y restringe la posibilidad la salida del socio), este mecanismo de protección tuvo tres objetivos principales: mejorar la posición del accionista minoritario, modernizar la legislación de acuerdo a las prácticas de toma de control desarrolladas a partir de 1948, y eliminar ciertas deficiencias de la anterior regulación²³⁸. Por otro lado, este mecanismo no estaba exento de control judicial, pues los tribunales ingleses podían desautorizar la adquisición del oferente o establecer condiciones distintas, a petición del accionista minoritario.

Dicha regulación se modificó con la entrada en vigencia de la *Companies Act* de 2006, la cual derogó en gran parte la *Companies Act* de 1985. Actualmente, la terminología usada por esta norma se refiere al derecho del accionista mayoritario a adquirir acciones del minoritario como “*Squeeze-out*”, y en

²³⁶ *Vid*, supra n. 4, a).

²³⁷ Cfr., PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 499.

²³⁸ *Ibíd.*, *op. cit.* p. 500, citando a WOOLDRIDGE, “*Compulsory Acquisition of Shares on Takeovers*”, *K. Buss. Law*, 1986, pp. 300 y 301.

contrapartida, se refiere al derecho del minoritario de vender sus acciones como “*Sell-out*”. La aplicación el mecanismo no resulta muy distinta a su regulación precedente, sin embargo, se regula con más detalle el proceso de oferta y adquisición de las acciones²³⁹. Cabe resaltar que, a diferencia de la regulación anterior, esta nueva regulación abarca todos los territorios del Reino Unido: Inglaterra, Gales, Escocia e Irlanda del Norte (este último no se encontraba comprendido en los alcances territoriales de la norma anterior).

8.2. Tercera Directiva 78/855/CEE

Como hemos podido advertir, la admisibilidad del derecho de separación en las legislaciones europeas ha sufrido un revés en la actualidad, de forma tal que no son muchas las posibilidades de separación del accionista minoritario. En algunos casos, esta situación partió de la necesidad de cada país, pero posteriormente ha estado condicionada para todos los miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE) a través de la vigencia de la Tercera Directiva 78/855/CEE sobre fusiones de sociedades anónimas²⁴⁰. Esta directiva comunitaria forma parte del conjunto de normas y directivas emitidas por el Consejo de las Comunidades Europeas en base al Tratado constitutivo de la CEE. Para GIRÓN TENA²⁴¹, el Derecho Mercantil de la CEE es básico para un país que pretenda integrarse a ella.

De esta forma, en el Derecho de Sociedades Comunitario de Europa, la sociedad europea representa el propósito de brindar una estructura jurídica a las empresas de dimensiones y actividades

²³⁹ Para una comparación entre ambas legislaciones, *Vid.*, <https://www.legislation.gov.uk>.

²⁴⁰ Cfr. PERALES VISCASILLAS (*op. cit.*, p. 281), quien señala que la mayor parte de la doctrina se inclina por considerar que la supresión del derecho de separación viene impuesta por la Tercera Directiva. Actualmente, la Tercera Directiva ha tenido modificaciones, a través de la Directivas 2007/63/CE y 2009/109/CE.

²⁴¹ GIRÓN TENA, José y AGUILERA RAMOS, Agustín, “*Estudios y textos de derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea*”, Universidad de Madrid, Sección de Publicación de Intercambio, Madrid, 1978, p. 20.

comunitarias que se extiendan por el territorio comunitario²⁴². Es así que una de las principales finalidades de la CEE (según se desprende del Tratado de Roma) es lograr que el territorio de los países miembros presenten unos caracteres cada vez más parecidos a los de un mercado nacional, con la finalidad de lograr una verdadera integración económica de los Estados miembros²⁴³.

Con lo que respecta a la fusión, en Europa existían dificultades para realizarla a una escala intercomunitaria, lo cual generaba la opinión de algunos autores de que sea imposible llevar esta forma de concentración a una escala internacional. De esta forma, se recibieron distintas propuestas para que la Comisión pueda evaluar la emisión de una norma comunitaria que pueda satisfacer adecuadamente las necesidades económicas de los Estados miembros con respecto a este tipo de operación de concentración empresarial.

La gestación de la Tercera Directiva se remonta a los años en los que la CEE estaba integrada por seis Estados, y en donde solo en Alemania, Italia y Francia, existía una regulación sistemática de la fusión²⁴⁴. Ello explica la influencia de estos tres países en la elaboración del texto comunitario²⁴⁵, cuya finalidad fue el mandato para los legisladores nacionales de tener que adecuar sus leyes societarias en relación a la fusión por absorción y la fusión por constitución entre sociedades anónimas²⁴⁶.

²⁴² Ibíd. La necesidad de legislar en materia de sociedades ya estaba contemplada en el Tratado de Roma, en donde se preveía la coordinación de las legislaciones a efectos de hacer equivalentes las garantías exigibles en los Estados miembros en materia de Sociedades.

²⁴³ ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime, “*La integración económica en la C.E.E. y el acceso a la Sociedad Anónima Europea*”, en GIRÓN TENA y AGUILERA RAMOS, *op. cit.*, p. 31.

²⁴⁴ España se adhiere a la CEE, junto con Portugal, a través del Acta de Adhesión del 15 de noviembre de 1985.

²⁴⁵ Cfr. PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 80.

²⁴⁶ En ese sentido, el primer artículo de la Tercera Directiva delimitó el ámbito de aplicación de la norma para las sociedades anónimas de los distintos Estados miembros. Como indica PÉREZ TROYA, (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 83) tal opción se explica porque al abordar la regulación de la fusión prevaleció la idea de proceder, en una primera fase, a la coordinación de las disposiciones sobre

En su redacción, la legislación francesa influyó en la Tercera Directiva en lo correspondiente a la protección de intereses de los socios. En dicho aspecto, se desarrolló una protección anticipada de los intereses de los socios, a través de un mecanismo de información oportuno para que los accionistas decidan su interés en dicha operación. Dentro de estas medidas, se prevé la elaboración de un proyecto de fusión, un informe de los órganos de administración y de un experto independiente, así como la puesta a disposición de los socios de documentos jurídicos y financieros. Empero, y en virtud a la posición francesa en cuanto al derecho de separación²⁴⁷, no se reconoció el referido derecho en la Tercera Directiva, lo cual se explica en el propósito de incentivar y uniformizar la fusión entre sociedades anónimas. La ausencia del derecho de separación en la Tercera Directiva no estuvo exento de críticas por algunos autores²⁴⁸, sin embargo, ello no cambió con el transcurso del tiempo pues el legislador comunitario ha mantenido su posición con respecto a los objetivos de la directiva.

Sin embargo, cabe señalar que la Tercera Directiva sí reconoció un derecho similar al reconocido por el legislador alemán solo para el caso de una fusión por absorción, de forma tal que los accionistas minoritarios puedan hacer adquirir sus acciones por la sociedad absorbente²⁴⁹. Esta posibilidad se reconoce como una alternativa al ejercicio de los mecanismos informativos de protección reconocidos en los artículos 9, 10 y 11, de tal forma que la sociedad que no observe dichas disposiciones, deberá reconocer el derecho de los socios minoritarios de hacer que la sociedad absorbente adquiera sus acciones.

la sociedad anónima, mientras que, dada la diversidad y relatividad de otros tipos societarios, se pretendía abordar dicha tarea con posterioridad.

²⁴⁷ En cuanto a la posición del derecho francés sobre el derecho de separación, no nos sorprende que su influencia haya provocado que la Tercera Directiva siga dicha línea y se abstenga de reconocer dicho derecho para las fusiones. *Vid.*, supra, n. 5.1. d)

²⁴⁸ STEIN, Eric, “*Harmonisation of European Company Laws. National reform and Transnational Coordination*”, The Boobs-Merrill Company, Inc., Indianapolis, Kansas City, New York, 1971, p. 393.

²⁴⁹ Artículo 28 de la Tercera Directiva.

A raíz de la vigencia de la Tercera Directiva, diversos países han venido adecuando su contenido legislativo a las disposiciones que la directiva comunitaria²⁵⁰. De esta forma, podemos afirmar que actualmente las legislaciones europeas no reconocen (en sentido estricto) el derecho de separación para el caso de las fusiones, situación que a la fecha se ha mantenido inalterable a pesar del transcurso del tiempo. No obstante, algunos legisladores han introducido algunos mecanismos novedosos de tutela para el accionista en casos de una fusión, permitiendo valorar hasta qué punto otros legisladores nacionales interpretan su obligación de respeto de la armonización y consideran legítimo asegurar la supremacía de su soberanía²⁵¹.

8.3. La fusión como supuesto del *appraisal right*

En el sistema legal estadounidense, el *appraisal right* como mecanismo de tutela ante las fusiones, ha sido reconocido actualmente en la totalidad de las legislaciones estatales de forma indiscutible, entre las cuales destacan las legislaciones de Ohio y Delaware²⁵². Este último estado (de trascendental importancia para el fenómeno corporativo en Estados Unidos), si bien ha reconocido el *appraisal right* en las fusiones, se ha decidido por “inclinarse la balanza” del proceso a favor de las empresas. En ese sentido, no extraña que numerosas corporaciones hayan

²⁵⁰ Tal es el caso de España, en donde la doctrina mayoritaria entiende que esta fue la decisión del legislador español, aunque su adecuación legislativa general se dio después en 1989. PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, pp. 537-538) indica que no es correcta la interpretación de un sector de la doctrina que indica que el mantenimiento del derecho de separación en el ordenamiento español resultaba contrario a la Tercera Directiva, a raíz del reconocimiento de un derecho análogo en el artículo 28. En ese sentido, comentamos que el mecanismo previsto en el artículo 28 opera como un mecanismo de salida análogo pero que no cumple esencialmente con las propiedades de un derecho de separación, dado que en principio no opera una declaración de separación directamente hacia la sociedad.

²⁵¹ Cfr., PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 535. Como ejemplos, destaca la revisión judicial en el ordenamiento alemán de la relación de cambio, así como el reconocimiento del derecho de separación en este supuesto para el derecho portugués, en caso la “ley o el contrato de sociedad lo contemplasen”.

²⁵² MANNING, *op. cit.*, p. 226; PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 475. Cabe señalar que estos dos últimos estados suprimieron este derecho para los accionistas de las sociedades absorbentes en las fusiones denominadas “*small-scale mergers*”, o pequeñas absorciones.

optado por incorporarse bajo la legislación del Estado de Delaware en aras de buscar una protección más conveniente para los intereses de la sociedad.

Por otro lado, hemos visto que la *Model Business Corporation Act* (MBCA) ha reconocido la aplicación del *appraisal right* para los accionistas disconformes con el acuerdo de fusión en todas sus versiones. Por lo tanto, en cuanto a la fusión respecta, este derecho tiene una importante acogida y desarrollo en la legislación norteamericana, y en nuestra opinión, representa un valioso aporte para la tutela del socio minoritario frente a las operaciones de fusión.

Este reconocimiento legislativo tiene sus fundamentos históricos relacionados a la necesidad de contrastar el poder de la mayoría para decidir el destino de una compañía a través de una fusión. De hecho, PERALES VISCASILLAS señala que históricamente el *appraisal right* nace conectado a la operación de fusión, particularmente por la necesidad de permitir una mayor flexibilidad en la toma de decisiones corporativas que se veían obstaculizadas por el requisito de la unanimidad²⁵³. A cambio de esa concesión a la mayoría en detrimento de la minoría, nació el *appraisal right* para los casos de fusión. Por ello, realizaremos un breve repaso de los fundamentos y hechos históricos que llevaron a las distintas legislaciones norteamericanas a concebir el *appraisal right* como un mecanismo de protección al socio minoritario.

Previamente, debemos advertir que en el Derecho norteamericano el principio de continuidad del socio no constituye una máxima para el desarrollo de su Derecho societario. De esta forma, es posible que mediante una fusión (“*take out merger*”) pueda excluirse a una minoría de participar en la sociedad resultante aún en contra de su voluntad²⁵⁴. Bajo este tipo de fusión, se posibilita a la sociedad absorbente a entregar a los accionistas de la sociedad extinguida las acciones que correspondan

²⁵³ PERALES VISCASILLAS, *op. cit.*, p. 303

²⁵⁴ Cfr., PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 125.

en la sociedad resultante, pero también se posibilita la entrega de otros valores diferentes a acciones, como puede ser dinero. Definitivamente, dicha posibilidad abrió las puertas para la creación de estrategias corporativas que deriven en la exclusión del socio minoritario.

De esta forma, las primeras leyes estatales que reconocieron la posibilidad de que en una fusión se pueda efectuar la entrega de dinero a los socios minoritarios, tienen presencia a mediados de la década de los años veinte²⁵⁵. Posteriormente, con la promulgación de la *Act of May 28, 1936* del Estado de Nueva York y dada su importancia económica, se hizo más evidente la intención legislativa de permitir la exclusión de las minorías en un proceso de fusión, la cual se delimitó en un ámbito regulatorio específico justificado por la prevalencia del interés público sobre los derechos del accionista²⁵⁶. Sin embargo, cabe resaltar un pronunciamiento de la Corte de Apelaciones de dicho estado²⁵⁷, en el cual se explicitó la inexistencia de un derecho del socio a la continuación de su condición como tal, pero afirmándose que el verdadero derecho del socio se encuentra en la protección del valor de su participación al momento de su exclusión, el cual se garantiza a través del *appraisal right*.

A raíz de ello, se fue afianzando en los distintos Estados los supuestos en los que puede entregarse dinero en vez de acciones de la sociedad resultante. En 1949, el Estado de Nueva York extiende el ámbito de aplicación de la norma hacia la generalidad de las sociedades (ya no solo compañías de electricidad o gas), y en 1961 recoge la fórmula de las “*cash long-form mergers*”, en donde sociedades independientes (ya no entre subsidiarias) puedan realizar entrega de valores distintos a los de acciones en la sociedad resultante. Otras legislaciones no tardaron

²⁵⁵ Ibíd. p. 129. Por citar algunas legislaciones estatales: Florida en 1925 (*Act of June 1, 1925*), establece que el acuerdo de fusión pueda establecer la distribución de dinero en efectivo y obligaciones, en vez de acciones. Ohio (*General Corp. Act, 1927*), Arkansas (*Act of April 1, 1931*) y California (*General Corp. Law, 1931*).

²⁵⁶ Según esta normativa, una compañía de gas o electricidad que se fusionase con su subsidiaria, podría distribuir acciones, dinero y otras compensaciones entre los accionistas minoritarios de la sociedad subsidiaria.

²⁵⁷ *Vid., Beloff v. Consolidates Edison Co.*, 300 N.Y. 11, 87 N. E. 2d 561 (1949).

en incorporar una fórmula similar: el Estado de Delaware adoptó medidas similares en sus reformas legales de 1957 y 1967²⁵⁸; el Estado de New Jersey en 1968; e incluso la MBCA llegó a consagrar dichos mecanismos, “*short-form cash merger*” en 1960 y “*cash long-form merger*” en 1969²⁵⁹.

Sin embargo, la decisión de la Corte Suprema de Delaware en el caso *Singer v. Magnavox Co.* marcó una diferencia temporal en la jurisprudencia norteamericana pues se pudo notar una tendencia dirigida a aumentar la protección de los accionistas minoritarios. Específicamente, esta decisión sostuvo que las condiciones de la fusión debían de ser justas y equitativas, y su propósito no puede ser el de eliminar a las minorías, protegiéndose de esta manera el derecho del socio a mantener su estatus de socio²⁶⁰. Pese a ello, una posterior decisión en el caso *Weinberger v UOP, Inc.* volvió a cambiar la orientación de la jurisprudencia dado que eliminó el requisito de “*business purpose*” para la validez de la fusión y la exclusión del accionista, y de esta forma, centró la protección del accionista minoritario en el derecho al “*fair value*” que se obtiene del “*appraisal right*”.

De esta forma, las distintas legislaciones estatales norteamericanas fueron adecuando sus disposiciones al reconocimiento del *appraisal right* en los procesos de fusión, concibiendo que los accionistas disconformes con la operación puedan abandonar la sociedad y recibir un justo valor por sus acciones. La regulación actual del derecho, tiende a responder

²⁵⁸ Cfr. PERALES VISCASILLAS, *op. cit.*, p. 308), quien señala que Delaware solo admitía que los socios recibiesen *shares* en el proceso de fusión hasta que en 1967 autorizó la posibilidad de que recibiesen *cash*.

²⁵⁹ Según PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, p. 133) el fundamento de esas disposiciones parece residir en el deseo de otorgar a los dirigentes de las sociedades una mayor flexibilidad en el diseño de reestructuraciones sociales.

²⁶⁰ De esta manera, esta decisión estableció que la fusión debía reconocer un “*business purpose*” o un propósito empresarial adecuado para que en todo caso se proceda con la exclusión del accionista minoritario.

tanto a los intereses de los socios minoritarios como de los mayoritarios, propiciando un mecanismo que evite ocasionar perjuicios hacia ambas partes²⁶¹.

En cuanto a su ejercicio, debemos empezar a advertir que no gozan de este derecho los socios que no ven redefinidos sus derechos de forma significativa²⁶². Sin embargo, el mecanismo en el cual se ejerce ha sido planteado de forma distinta por las distintas legislaciones que regulan la materia. Por lo tanto, podemos destacar dos modelos de ejercicio: el mecanismo reconocido en la MBCA, y por otro, la legislación societaria del Estado de Delaware²⁶³. Frente al modelo de la MBCA, que regula un reconocimiento del *appraisal right* amplio en supuestos, el Estado de Delaware solo reconoce este derecho para el caso de las fusiones²⁶⁴.

Ambas legislaciones coinciden en que una vez el plan de fusión es aprobado por los socios, la sociedad adquirente debe enviar a la Secretaría de Estado las escrituras de fusión para su registro. Tras el registro, la fusión se convierte en una operación firme e irrevocable. A partir de dicho momento, el socio que ejerce el *appraisal right* deja de ser considerado como socio y pasa a tener la posición de acreedor.

9. Planteamiento de las posibles contingencias

En primer capítulo de este trabajo, hemos abordado el carácter predominante de las fusiones entre sociedades anónimas y especialmente

²⁶¹ PÉREZ TROYA (“*La tutela del accionista...*”, *op. cit.* p. 478.

²⁶² *Ibíd.*, p. 474. Para el ordenamiento americano lo relevante son los efectos concretos de la fusión sobre los socios, por ello, no otorga el beneficio del derecho a los accionistas de la sociedad absorbente cuando la operación no altera su posición de socios.

²⁶³ Sobre las diferencias entre ambas regulaciones en este derecho, *Vid.*, *supra*, n. 5.2.

²⁶⁴ Delaware reconoce el derecho para todos los socios de todas las sociedades participantes en la fusión, bastando para ello su abstención. Según expone MEYER, (“*Maybe publius was right: relying on merger price to determine fair value in Delaware appraisal cases*”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 165:153, p. 154), bajo las leyes del Estado de Delaware, el valor de los “*appraisal claims*” para las fusiones incrementó en menos de una década diez veces sus niveles históricos

su protagonismo como principal forma de reorganización societaria. Entre las causales legales que activan el derecho de separación en el Perú, el acuerdo de fusión, junto con la escisión, es un proceso en donde se advierte la presencia de terceros, tales como otras sociedades participantes o acreedores sociales. Así pues, resulta fundamental para la norma proteger los intereses de todos los involucrados, con el objetivo de lograr la finalidad económica deseada²⁶⁵.

Por otro lado, el derecho de separación se reconoce como una herramienta necesaria para la protección de intereses de accionistas minoritarios frente a una fusión, cuyo propósito es beneficiar a este último ante cualquier efecto no deseado que esta operación puede provocar. Asimismo, hemos visto que el ejercicio del derecho de separación supone reembolsar al socio del valor de sus acciones, reembolso que puede efectuarse a través del retiro de fondos con cargo al capital social o sin éste²⁶⁶. Al margen de la forma en la cual se registre la devolución de aportes en la sociedad (reduciendo capital o con cargo a otra cuenta patrimonial) existirá una aminoración de fondos líquidos en la sociedad a raíz de la exigencia legal de hacer efectivo el desembolso en un plazo máximo de dos meses.

Por lo tanto, conjugando la institución del receso con la operación de fusión de sociedades anónimas, resulta importante analizar los efectos que la primera pueda provocar en la segunda, los cuales no son necesariamente positivos. Es necesario advertir que la activación del ejercicio del derecho de separación en una fusión no solo podría afectar a la sociedad, sino que sus efectos pueden trascender a ésta y afectar a terceros que se encuentren involucrados con la sociedad o con la operación societaria. Así pues, la activación de este derecho dentro de un proceso de fusión merece un estudio particular en consideración a la envergadura de este tipo de operación y a los efectos tanto internos como externos que puede provocar.

²⁶⁵ Cfr., VERÓN, *op. cit.*, Tomo V, p. 67, quien señala que una de las características de la fusión es la multiplicidad de los “intereses en juego”, resaltando así la necesaria valoración que de todos ellos es necesario hacer en una fusión.

²⁶⁶ *Vid.*, *supra*, n. 6.2

Sin perjuicio de ello, no ahondaremos acerca de otro escenario que sin duda puede llegar a afectar los acuerdos de fusión ya adoptados, como es el supuesto en que se produzca un proceso de impugnación, dado que no es una posible consecuencia del derecho de separación²⁶⁷.

9.1. Drenaje de activos

Hemos visto anteriormente que el ejercicio del derecho de separación implica la salida de activos líquidos de la sociedad, en virtud a la obligación legal de tener que asumir un pago en dinero en un plazo relativamente corto. Este pago dinerario produce un cambio en la situación financiera de la sociedad, que afecta a su liquidez y solvencia, y que podría afectar aún más a sociedades que no cuentan con una liquidez suficiente y que precisamente recurren a un proceso de fusión para esperar una mejora en su situación financiera.

Asimismo, este drenaje no solo podría afectar considerablemente a la sociedad en donde se ejercerá el derecho de separación, sino también puede llegar a afectar a las demás sociedades participantes que, al fin y al cabo, compartirán un solo balance final. En ese sentido, el drenaje de activos como consecuencia del pago de la cuota de separación, puede llegar a impactar a otras sociedades y complicar los planes de fusión.

Por otro lado, este drenaje de activos genera que la sociedad participante deba proyectar otro balance financiero, distinto al balance que originariamente haya podido presentar al inicio de la fusión. Por lo

²⁶⁷ Cabe más bien cuestionar la compatibilidad del derecho de impugnación con el derecho de separación, es decir, si ambos derechos pueden ser ejercidos en simultáneo. Haciendo un breve análisis sobre el particular, la LGS reconoce una legitimación activa similar para ambos derechos. En ese sentido, en virtud a la revocabilidad del acuerdo de separación, consideramos que sí es posible mantener ambos vigentes. Sin embargo, si el derecho de separación se vuelve eficaz, el derecho de impugnación deberá extinguirse. Esta extinción de la legitimidad para llevar a cabo la impugnación se produce en virtud a que la eficacia del derecho de separación produce una sustracción de la materia o del interés que tiene un accionista para ejercer el derecho de impugnación.

tanto, al producirse la falta de equivalencia entre estos balances durante el proceso de fusión, ello podría ocasionar cambios relevantes en ella, según veremos más adelante.

Sin perjuicio de lo anterior, hemos señalado que en caso el pago del reembolso ponga en riesgo a la sociedad o no estuviese en posibilidad de efectuarlo, ésta puede demandar a un juez condiciones más favorable para ello. Al respecto, somos de la opinión que dicha alternativa legal es importante, pero podría no resultar del todo práctica para muchos casos, en especial en el marco de un proceso de fusión de sociedades. La razón principal recae en el transcurso del tiempo durante el cual debe ventilarse el procedimiento ante el juez, en comparación a los plazos proyectados normalmente para una fusión según los intereses económicos de las partes.

9.2. Desvalorización de sociedades

Hemos visto que en los proyectos de fusión las empresas se valorizan de acuerdo a los métodos que las partes estimen conveniente realizar a efectos de la operación, línea que ha seguido la legislación peruana al no predeterminedar un método especial de valoración. Sin embargo, los métodos de valoración más importantes y utilizados prestan mayor atención al valor patrimonial de las sociedades, el cual se obtiene luego de obtener el balance patrimonial de la sociedad. Por otro lado, hemos visto que la determinación de la cuota de separación es de suma importancia durante el proceso de separación, la cual se elabora -realmente- sobre la base del valor patrimonial de la sociedad al momento de acordar la fusión.

Al margen de que la sociedad deba asumir el reembolso de la cuota de separación con cargo al capital u otras cuentas patrimoniales²⁶⁸, la sociedad debe elegir una de estas cuentas para poder sincerar su patrimonio. En ese sentido, es evidente que se producirá una disminución en el activo corriente de la sociedad, y a su vez, esta disminución producirá la disminución del patrimonio neto, dada la equivalencia

²⁶⁸ *Vid.*, supra, n. 6.2

contable que debe existir. Esta disminución afecta en definitiva la valoración inicial de las sociedades practicada durante la fase de preparación pues trastoca cifras patrimoniales de la sociedad y que podrían llegar a representar un porcentaje considerable. En ese sentido, la disminución de su patrimonio trae como consecuencia la desvalorización de la sociedad, y ello podría afectar su consideración como sociedad participante en una fusión según veremos más adelante.

Por otro lado, debemos aclarar que no toda disminución patrimonial significa una pérdida para la sociedad, ya que esta situación se analiza desde otro punto de vista contable. Así, el reembolso de las acciones con cargo a beneficios o reservas libres no implicará una pérdida para la sociedad. No obstante, si el reembolso se realiza con cargo al capital social, ello puede significar según sea el caso, lo que los contadores denominan como una “disminución positiva” o una “disminución negativa” respecto al valor aportado por dicho accionista originario, el cual equivale en principio al valor nominal de las acciones²⁶⁹. En ese sentido, la sociedad debe verse obligada a hacer entrega de una cantidad de dinero líquida a favor del socio, que pueda ser mayor o menor al valor aportado por el mismo. De esta manera, habría que registrar un ingreso o gasto dependiendo de si la suma materia de reembolso es mayor o menor al valor nominal de las acciones titularidad del socio disidente.

9.3. Situación de la relación de canje

A simple vista, la desvalorización de la sociedad no genera un menoscabo en un proyecto de fusión, si no fuese porque hay un factor importante en la fusión que podría verse afectado: la relación de canje.

²⁶⁹ Esta situación la expone LIZANDA CUEVA (“*El régimen fiscal y contable de las operaciones societarias*”, Wolters Kluwer, Madrid, 2015, p. 50), quien señala que, al cancelar esta deuda mediante la entrega de bienes patrimoniales, la diferencia entre el importe adeudado y el valor contable de tales bienes debe reconocerse como un ingreso o gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Hemos señalado que el balance de las sociedades, la valoración de las mismas, y la determinación de la relación de canje no necesariamente guardan relación entre sí, especialmente respecto a esta última. Sin embargo, si bien el tipo de canje no corresponde necesariamente con la valoración de la empresa, esta última sí puede ser importante para la base para su determinación. En ese sentido, la pérdida de recursos líquidos no solo significará la reducción del patrimonio de la sociedad, sino también el cambio en la valoración de la sociedad efectuada para efectos de la fusión. Consecuentemente, debemos diferenciar tres escenarios distintos respecto al impacto que ello pueda tener en la relación de canje:

- (i) En caso la relación de canje siga una estricta valoración patrimonial, de modo que el número de acciones que se harán entrega a los accionistas corresponda al valor real de las acciones de la sociedad participante, ello no afectará el tipo de canje pues el valor real de la acción se mantendrá inamovible. Es decir, en principio con la disminución del patrimonio de la sociedad en donde se ejerció el derecho de separación, debe también disminuir el número de acciones correspondientes. De esta manera, el valor real de la acción, entendida como la división entre el patrimonio neto de la sociedad y el número de acciones, no se verá afectado.
- (ii) En caso la relación de canje no siga estrictamente una valoración patrimonial, o se realice en base al patrimonio, pero incluyendo otros criterios o elementos de valoración, la relación de canje podrá verse afectada si la valoración de la sociedad luego del reembolso de las acciones separadas es proporcionalmente menor a su valoración inicial²⁷⁰.
- (iii) Independientemente si la relación de canje siga una valoración patrimonial, si la sociedad efectúa el reembolso de la cuota de separación y no amortiza las acciones materia

²⁷⁰ Ello podría ocurrir en caso el reembolso de las acciones del socio disidente se realice mediante la entrega de un activo o intangible que haya permitido un incremento en la valoración inicial de la sociedad.

de reembolso, entonces es evidente que la relación de canje sí se verá afectada. En este caso, el número de acciones estaría manteniéndose igual pese a la desvalorización de la sociedad.

Por lo tanto, al margen de que la valoración se haga en línea con el valor patrimonial de la sociedad, es importante que el patrimonio de la sociedad y el número de sus acciones no se afecten durante el transcurso del proceso de fusión²⁷¹. De este modo, el escenario ideal luego del ejercicio del derecho de separación es que la sociedad no vea reducido su patrimonio ni la cantidad de acciones que conforman su capital social.

9.4. Afectación a los accionarios sociales

Los accionistas de cada una de las sociedades anónimas participantes tienen entre sí un vínculo social que los une, que por lo general responde a los objetivos empresariales y económicos de la sociedad (al menos al grupo mayoritario de la sociedad), considerando que en principio el *affectio societatis* no es relevante en este tipo societario²⁷². Por ello, es muy importante para la sociedad que por lo menos una gran cantidad de socios estén alineados y conformes con la participación de la sociedad en un proceso de fusión, teniendo en cuenta que dicha colectividad hará lo posible por tener la mayor participación o proporcionalidad externa en la sociedad resultado como consecuencia de la aplicación de la relación de canje²⁷³.

²⁷¹ Cfr., VERÓN, *op. cit.*, Tomo V, p. 85.

²⁷² Como indica HERRADA BAZÁN (“*La exclusión de socios...*”, *op. cit.*, p. 66), la doctrina entiende que el elemento personal en las sociedades anónimas pasa a un segundo plano, por lo que debe hablarse de un *intuitus pecuniae*.

²⁷³ Sobre la relación de proporcionalidad en cuanto al tipo de canje, PÉREZ TROYA (“*La determinación del tipo...*”, *op. cit.*, p. 72), reconoce la existencia de dos relaciones de proporcionalidad, las cuales son externa e interna. Resaltando esta importancia, ELÍAS LAROZA (*op. cit.*, p. 943) señalaba que, a mayor valoración “del patrimonio de una sociedad que se extingue, la relación de canje así definida determinará que sean más las acciones que se asignan a los socios de ella, a cambio de las que tenían en la sociedad extinguida”.

Como contrapartida a ello, en el marco de un proceso de fusión de sociedades, el derecho de separación puede significar la entrega de un menor número de acciones al inicialmente esperado. Ello se reflejará en una proporción menor en la sociedad resultado del grupo de accionistas de la sociedad afectada por el derecho de separación que sí votaron a favor del acuerdo de fusión.

Si bien, uno de los efectos esenciales de la fusión es la integración de socios de distintas sociedades en un mismo nuevo vínculo social, no podemos desconocer que una fusión puede integrar accionistas de distintas características o perfiles empresariales, o con distinta cultura o nacionalidad (como el caso de las fusiones transfronterizas en Europa) que quieran seguir manteniendo un interés o posición en particular de cara a las nuevas decisiones empresariales, por lo menos en el corto plazo.

En efecto, una cantidad mayor y estable en el capital social de una sociedad garantizará un mayor control y representatividad en la administración de la sociedad resultante de la fusión. Sin embargo, este interés social de los accionistas por tener colectivamente una participación mayor en la sociedad resultado podría verse afectado por la reducción en la cantidad de acciones que –en principio- provoca el derecho de separación.

Este efecto no solo estaría reservado para la sociedad en donde se ejerce el derecho de separación. Un efecto similar podría ocurrir en la sociedad resultante de la fusión, el cual en mi opinión tiene una importancia mayor que el cambio individual en la proporcionalidad externa de cada sociedad. Al respecto, basta con recordar que la fusión de sociedades es una operación en la cual convergen intereses de dos o más sociedades, cuya finalidad es lograr el máximo resultado posible para asegurar su éxito. En ese sentido, al disminuir el patrimonio y capital de una de las sociedades participantes, consecuentemente el patrimonio neto y capital social de la sociedad resultado disminuirá con respecto al inicialmente proyectado.

Como indicaba ELÍAS LAROZA, la fusión no es solamente la reunión de dos o más patrimonios sociales sino también, esencialmente, la integración de los grupos sociales de todas las personas jurídicas que se fusionan²⁷⁴. Por otro lado, como bien indican GARRIGUES y URÍA, los socios de cada una de las sociedades fusionadas se reagrupan en la sociedad única que personaliza la fusión. Por ello, lejos de producirse la disgregación del vínculo social entre los socios de las sociedades que se extinguen, se produce una ampliación de dicho vínculo²⁷⁵. En ese sentido, somos de la opinión que este nuevo vínculo origina un interés superior al de las sociedades individualmente consideradas.

Por lo tanto, la composición y estructura accionaria de la sociedad resultado es mucho más importante que para las sociedades participantes de forma particular, ya que finalmente esta sociedad congregará el capital social y el patrimonio neto de todos los grupos sociales involucrados. Por ello siempre resultará preferible que la propuesta contenida en el proyecto de fusión sobre estos componentes patrimoniales se mantenga sin modificaciones, de tal forma que permita llevar con normalidad los planes estratégicos inherentes a los objetivos de la fusión²⁷⁶.

9.5. Procedimiento de reducción de capital

Nos hemos referido anteriormente a la posibilidad de que el reembolso de las acciones del socio disidente pueda obligar a la sociedad a efectuar una reducción de capital para anular las acciones del socio. En ese sentido, la doctrina ha concluido que si la sociedad carece de beneficios o reservas libres, se vuelve necesaria la reducción de capital²⁷⁷.

²⁷⁴ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 749

²⁷⁵ GARRIGUES y URÍA, “*Comentarios...*”, *op. cit.* Tomo II, p 755.

²⁷⁶ Cabe recordar que la LGS exige que el proyecto de fusión consigne el número de acciones que la sociedad absorbente debe emitir o entregar, y en su caso, la variación del monto del capital de esta última. Esto es muy importante, pues en una fusión debe anticipar la cantidad de acciones que cada sociedad recibirá y la composición accionaria final.

²⁷⁷ *Vid.*, supra, n. 6.2

En este último caso, surge la siguiente interrogante: ¿este procedimiento de reducción de capital interrumpe la formalización de los acuerdos de fusión? Específicamente, tiene relevancia responder la pregunta pues la suspensión del proceso podría dilatar la vigencia de la fusión, o en cierto modo, poner en riesgo su subsistencia. Para poder atender esta interrogante, debemos remitirnos al artículo de la LGS que regula la forma en la cual los acuerdos de reducción de capital deben ser adoptados:

“Artículo 217.- Formalidades

El acuerdo de reducción del capital debe expresar la cifra en que se reduce el capital, la forma cómo se realiza, los recursos con cargo a los cuales se efectúa y el procedimiento mediante el cual se lleva a cabo.

La reducción debe afectar a todos los accionistas a prorrata de su participación en el capital sin modificar su porcentaje accionario o por sorteo que se debe aplicar por igual a todos los accionistas. Cuando se acuerde una afectación distinta, ella debe ser decidida por unanimidad de las acciones suscritas con derecho a voto. El acuerdo de reducción debe publicarse por tres veces con intervalos de cinco días.”

Destacamos lo siguiente a partir de la norma transcrita:

1. Toda reducción de capital se acuerda por junta general. El acuerdo de reducción debe expresar la cifra en que se reduce el capital, la forma cómo se realiza y los recursos con cargo a los cuales se efectúa.
2. La reducción debe afectar a todos los accionistas a prorrata de su participación en el capital. Si se acuerda una afectación distinta, dicha decisión debe ser contar con la unanimidad de todas las acciones suscritas con derecho a voto.

Ambos puntos provocan un dilema en particular que se suscita en el marco de una fusión. El primero de ellos consiste en que, conforme lo dispone la LGS, el derecho de separación puede ejercerse hasta dentro de

los diez días transcurridos desde el día siguiente a la última publicación de los acuerdos de fusión. En ese sentido, en caso algún socio decidiese notificar a la sociedad su intención de separarse dentro de dicho plazo, dicha sociedad estaría obligada a convocar a sus accionistas a una nueva junta general para poder decidir la reducción de capital correspondiente (en caso esto último fuese necesario).

Esta obligación de realizar una nueva convocatoria se vería reforzada a raíz de que la sociedad, al momento de adoptar el acuerdo de fusión, no conoce ciertamente cuántas acciones deben ser reembolsadas por el ejercicio del derecho de separación, de tal modo que no sea posible indicar con anticipación la cifra exacta en la que se reduce el capital como ordena la norma. Por lo tanto, la sociedad estaría obligada a cumplir con los plazos y formalidades de convocatoria, los cuales lógicamente suspenderían o retardarían la formalización de los acuerdos de fusión.

Por lo tanto, en caso la sociedad se vea obligada a reducir el capital, la administración de la sociedad tendría que convocar a junta general para ello²⁷⁸. Para dicho efecto, deberá observar los plazos de convocatoria, publicar el acuerdo de reducción de capital por tres veces con intervalos de cinco días, para que posteriormente, pueda cumplirse el plazo otorgado a los acreedores sociales. Por lo tanto, el procedimiento de reducción de capital por el que tendría que atravesar una sociedad para asumir el reembolso de la cuota de separación, interactuaría con la fusión en un sentido negativo, puesto que obligaría a la sociedad a tener que afrontar un periodo de espera.

Sobre el segundo punto, el Tribunal Registral peruano se ha pronunciado anteriormente acerca de la reducción de capital como consecuencia de la devolución de aportes por el ejercicio de la separación de un socio. Al respecto, el Tribunal ha considerado que, por ser una afectación distinta a la afectación a prorrata, esta reducción debe cumplir con todas las formalidades de ley, siendo que dicha reducción no es una

²⁷⁸ Sin perjuicio que la totalidad de los accionistas titulares de acciones con derecho a voto opten por reunirse en una junta universal de accionistas.

consecuencia necesaria de la separación del accionista, sino de un acuerdo posterior por parte de la junta general de accionistas²⁷⁹.

Ello aparentemente genera dos inconvenientes para la sociedad. El primero es que, al dar cumplimiento de todas las formalidades para que se adopte el acuerdo, la sociedad deberá convocar a junta general a todos los accionistas, incluido al socio disidente. El segundo implica que, bajo la literalidad de la norma, la reducción de capital deba ser acordada por unanimidad de todos los accionistas, incluido al socio disidente. Al respecto, consideramos gravoso obligar a la sociedad a tener que asumir estos dos inconvenientes. Las razones son las siguientes:

1. Con respecto a la convocatoria del socio disidente, consideramos que el este socio ya no forma parte de la sociedad en el momento en que acuerda con la sociedad el valor del reembolso de sus acciones. Tras a dicho acuerdo, tal socio se convierte en acreedor de la sociedad. Por lo tanto, luego de ocurrido ello, la totalidad de accionistas estará compuesta por quienes aún se mantengan en la sociedad, debiendo ser ellos quienes acuerden sincerar el capital de la sociedad, disminuyéndolo en el valor nominal de las acciones reembolsadas.
2. Con respecto a que la sociedad deba contar con el voto del socio disidente para lograr la unanimidad, consideramos los siguientes argumentos: (i) de conformidad con lo dispuesto en el párrafo anterior, el socio ya no forma parte de la sociedad, por lo tanto, no tiene legitimidad para poder ejercer derecho a voto en ella; (ii) la norma busca que sean todos los accionistas quienes asuman la reducción patrimonial con cargo a la cantidad de acciones que poseen. Sin embargo, en este caso la reducción patrimonial se debe precisamente al reembolso del valor de las acciones del socio disidente que ya no formará parte de la sociedad, por lo tanto, no se trata del mismo supuesto; (iii) las acciones de los socios que se mantienen en la sociedad no se afectan de modos

²⁷⁹ *Vid.* Resolución N° 213-99-ORLC/TR. Se expone porque no puede ser previo ya que no se sabrá en el momento de la adopción del acuerdo la cifra por la cual se reduciría el capital social, por lo que no puede ser previo.

distintos, es más, no se afectan en lo absoluto. En ese sentido, no existe afectación distinta que requiera la unanimidad de los accionistas²⁸⁰.

Al margen de ello, la reducción de capital ocasionará una dilatación en la consecución de los acuerdos de fusión²⁸¹. Parte de dicha demora, se deberá al cumplimiento del plazo para el derecho de oposición de acreedores, el cual, junto con la oposición a la fusión, genera un doble derecho de oposición de acreedores.

9.6. Doble derecho de oposición de acreedores

Algunos autores juristas nacionales se han referido a esta situación como el “doble derecho de oposición de acreedores”²⁸². En ese sentido, no queda claro en la doctrina si este “doble derecho de oposición” de acreedores es una obligación legal que debe observarse dentro de un proceso de fusión, y, por lo tanto, resulta ser otro dilema por resolver provocado por el ejercicio del derecho de separación en este tipo de procesos societarios.

Como hemos visto anteriormente, la LGS de por sí otorga a los acreedores de las sociedades intervinientes en una fusión el derecho de oposición²⁸³, por lo que *prima facie*, parecería innecesario volver a

²⁸⁰ Este argumento ha sido recogido por el mismo Tribunal Registral recientemente en la Resolución N° 2465-2016-SUNARP-TR-L, el cual ha señalado que carece de sentido exigir el cumplimiento de la unanimidad en el caso de la reducción de capital por separación de un socio, siempre y cuando se mantenga incólume el número de acciones de los socios que permanecen en la sociedad.

²⁸¹ Debemos anotar que el artículo 64 del Reglamento de Registro de Sociedades, señala que, para los casos de reducción de capital por separación de socio, la inscripción de la modificación de estatuto no está sujeta a que se inscriba, previa o conjuntamente, la reducción de capital, si éste hubiera sido disminuido como consecuencia del ejercicio del derecho de separación. Sin embargo, el citado Reglamento no regula lo mismo para la fusión de sociedades, por lo que sería cuestión que la jurisprudencia registral o judicial apliquen analógicamente dicho criterio.

²⁸² Cfr. ABRAMOVICH, *op. cit.*, p 169, y ECHAZ MORENO, “Un nuevo enfoque jurídico...”, *op. cit.*, p. 225.

²⁸³ *Vid.*, supra, n. 3.3

reconocer un derecho de oposición en caso la sociedad tenga que reducir el capital. ECHAIZ MORENO, opina que el doble derecho de oposición por una reducción de capital no es viable, dado que el derecho de separación no conlleva necesariamente la reducción del capital social ya que la sociedad podría decidir por no reducir el capital, y, por otro lado, la oposición se refiere al ejercicio del acuerdo de reducción de capital, mas no al ejercicio del derecho de separación²⁸⁴. Por otro lado, ABRAMOVICH suma el argumento de que los acreedores sociales ya cuentan por disposición legal con la posibilidad de oponerse al acuerdo de fusión y a la consecuente reducción de capital que podría producirse con ese motivo. Por lo tanto, dicho autor asevera que resultaría un sinsentido que un acreedor tenga derecho a no oponerse a la realización de la fusión, pero que pueda invocar el mismo derecho para oponerse a la reducción de capital como consecuencia del ejercicio del derecho de separación²⁸⁵.

No obstante, opinamos que las razones para el reconocimiento del derecho de oposición en una fusión son distintas que para una reducción de capital y, por tanto, en caso se reduzca el capital, la oposición de acreedores debe también respetarse. Los argumentos son los siguientes:

1. Al margen de que la LGS realice una remisión normativa para incluir el derecho de oposición en la fusión societaria, creemos que las razones que conllevan el reconocimiento de esta institución en ambos escenarios es distinto. En efecto, un acreedor se opone a una reducción de capital por considerar que su patrimonio no está adecuadamente garantizado luego de la disminución del patrimonio neto, es decir, de la garantía global que el patrimonio de la sociedad le representa. Por lo tanto, el derecho de oposición busca proteger al acreedor ante la disminución de la única garantía que tienen con la sociedad²⁸⁶.

²⁸⁴ Cfr., ECHAIZ MORENO, “*Un nuevo enfoque jurídico...*”, *op. cit.*, p. 225 y ss.

²⁸⁵ Cfr., ABRAMOVICH, *op. cit.*, p 175.

²⁸⁶ GONZÁLEZ BARRÓN, Gunther, “*La nueva ley general de sociedades y su aplicación registral*”, Editorial Rodhas, Lima, 1998, p. 193.

2. Ello no ocurre en el caso de una fusión, pues no estamos ante el escenario de una reducción de capital. Todo lo contrario, en una fusión debe ocurrir (en principio) un aumento de capital. Lo que se busca con una fusión es precisamente lograr un incremento patrimonial, que no necesariamente deba coincidir al día siguiente de la fusión, sino que puede proyectarse en el futuro través de las sinergias generadas entre las sociedades. En ese sentido, se protege al acreedor no por la reducción de su garantía, sino porque el acreedor puede considerar que la fusión pone en riesgo el cumplimiento de su crédito. En ese sentido, como indica ELÍAS LAROZA, los acreedores podrían considerar que el patrimonio de la sociedad fusionada es menos sólido que el de la sociedad contra la que detentaban originalmente su crédito²⁸⁷.
3. Por lo tanto, la “adecuada garantía” de un crédito, que es lo que busca proteger la norma, puede darse a través de distintos motivos. En este caso, nos referimos a dos escenarios completamente distintos, por cuanto en uno de ellos se produce una disminución de la garantía con la que cuentan los acreedores, y en el otro se produce un cambio de acreedor (que absorbe las obligaciones de la sociedad que se extingue).

Finalmente, debemos preguntarnos si el ejercicio de este derecho interrumpe la ejecución de la fusión. Al respecto, el artículo 219 de la LGS señala que este derecho suspende la ejecución del acuerdo, hasta que la sociedad pague los créditos o lo garantice a satisfacción del juez, quien en tal caso procede a dictar la medida cautelar correspondiente²⁸⁸. En ese sentido, este artículo no precluye lo dispuesto en el Código

²⁸⁷ ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 775.

²⁸⁸ La norma en cuestión también señala que la suspensión se mantendrá hasta que se le notifique al acreedor que su crédito ha sido garantizado por alguna entidad sujeta al control de la Superintendencia de Banca y Seguros. Creemos que la norma acierta en este extremo, pues ya no sería necesario esperar hasta el pronunciamiento del juez si la finalidad del derecho de oposición puede obtenerse mediante una adecuada garantía, como lo es una carta fianza bancaria.

Procesal Civil peruano (CPC), de forma tal que la suspensión del procedimiento no se produce de forma automática, ya que para ello debe existir un mandato cautelar de por medio.

Por lo tanto, el otorgamiento de esta medida cautelar debe efectuarse conforme lo dispone el artículo 611 del CPC, esto es, solo si el juez considera que al momento de presentación de la demanda se presentan los presupuestos para el otorgamiento de las medidas cautelares (verosimilitud del derecho, peligro en la demora, razonabilidad de la medida, y prestación de una contracautela). En caso no se presenten estos elementos, la fusión no se suspenderá y seguirá su curso; en cambio, de emitirse una decisión cautelar favorable al opositor, esta situación sí podría poner en riesgo a la fusión, en consideración al tiempo que pueda tomar la judicialización del asunto.

10. Aplicación de mecanismos alternativos

En consideración de las posibles coyunturas que la separación del accionista puede provocar en una fusión de sociedades anónimas, el objetivo del presente acápite es presentar un esquema alternativo de naturaleza más práctica o convencional que legal, que pueda llegar a suplir la aplicación directa de la LGS para este tipo de situaciones. Dichas propuestas se elaboran en base a criterios jurídicos que forman parte de las características del Derecho societario en nuestro país. Creemos que de esta forma podrán conciliarse algunos supuestos conflictos de intereses, en aras de obtener un desarrollo armonioso del Derecho de sociedades.

Los posibles efectos de las contingencias antes presentadas tienen relación principalmente con la conservación del acuerdo de fusión. Evidentemente, esta es la última cuestión que los socios deberían plantearse, considerando la magnitud de los cambios generados por el ejercicio del derecho de separación. En ese sentido, es posible que ante los cambios suscitados por el receso de uno o varios socios devengan en

la revocación del acuerdo y, por lo tanto, la imposibilidad de que se perfeccione la operación.

A diferencia de la opinión de algunos autores de que el derecho de separación es un mecanismo desinversor²⁸⁹, creemos que el reconocimiento del derecho de separación en el escenario de una fusión no tiene un ánimo de desincentivar o frustrar estas operaciones de principal índole económica y de gran importancia para los mercados. Todo lo contrario, para defender la coexistencia pacífica de ambas instituciones, nos avocaremos a analizar la posibilidad de incluir herramientas jurídicas que puedan ser útiles para el caso concreto.

10.1. Fundamentos jurídicos

Antes de entrar al objetivo principal de esta sección, consideramos oportuno referirnos a algunas cuestiones que servirán como pautas para entender la base sobre la cual se fundamentarán estas opciones jurídicas:

- a. **Principio de estabilidad del capital social:** Por este principio se requiere que el capital social de la sociedad anónima tenga una fijeza tal que no sea posible que los accionistas puedan modificarla a su simple criterio, de forma que no se genere un potencial perjuicio arbitrario a los acreedores de la sociedad. Por ello, en la LGS existe un procedimiento riguroso, tanto para el aumento como para la reducción del capital, que permite que dichos cambios sean adecuadamente adoptados y posteriormente publicitados para conocimiento de terceros²⁹⁰.

²⁸⁹ FARRANDO MIGUEL, *op. cit.*, p 21; BRENES CORTÉS (*op. cit.*, p 311), señala que este debate doctrinal partió en consideración a la supresión de dicho derecho en la Tercera Directiva.

²⁹⁰ Cfr. GIRÓN TENA, José, “*Sociedades mercantiles*”, 2a ed. Parte Especial II-1, Valladolid, 1962, p. 317; HERRADA BAZÁN, Víctor, “*Capitalización de créditos...*”, *op. cit.*, p. 30, para mayor abundamiento y referencias sobre este principio y de otros principios ordenadores del capital social. De igual forma, cfr., ÁLVAREZ RUBIO, Julio, “*Derecho de sociedades*”, Dykinson, Madrid, 2013, pp. 59-63; y HUNDSKOPF (“*La sociedad anónima*”, *op. cit.*, p. 15), quien señala que, al definirse el principio de estabilidad, “se señala que la cifra del capital social no puede ser libremente alterada, ya que todo aumento de la misma significaría un

Por otro lado, como hemos expuesto anteriormente²⁹¹, en caso la sociedad no pueda realizar el desembolso para el pago de la cuota de separación con cargo a reservas o beneficios libres, el capital de la sociedad se vería afectado pues tendría (en principio) que disminuirse para sincerar los efectos que ha producido el desembolso dinerario sobre el patrimonio. Ante dicho escenario, se pone en juego la estabilidad del capital social por efecto de una situación que escapa a la voluntad de la mayoría del accionariado de dicha sociedad. En ese sentido, si por el principio de estabilidad del capital social se busca salvaguardar la integridad del capital y protegerlo ante decisiones arbitrarias de los accionistas mayoritarios, creemos que con mayor razón este principio debería estar presente frente a una circunstancia que atente contra el capital social y que no corresponda a la voluntad de los socios mayoritarios de dicha sociedad²⁹².

En ese sentido, la aplicación del principio de estabilidad intervendrá cuando la sociedad se vea obligada a efectuar una reducción de capital, permitiendo a los socios reunirse en junta general. De esta forma, la junta podrá adoptar acuerdos que considere pertinente adoptar para evitar la disminución de la cifra del capital social, especialmente si de por medio existe un proceso de fusión en marcha ya aprobado.

- b. La autonomía privada en el Derecho de sociedades:** La aplicación de estas alternativas se encontrará estrechamente relacionada a la capacidad de la ley para servir como instrumento normativo dispositivo y otorgar cabida a la autonomía de la voluntad de las partes. Al respecto, creemos que la finalidad del

engaño para los acreedores si es que no va acompañada del correlativo aumento en el patrimonio social, y toda disminución implica la posibilidad de reducir en la misma cuantía el patrimonio, con la consiguiente disminución de la garantía para los acreedores”.

²⁹¹ *Vid*, supra, n. 6, c).

²⁹² Cabe señalar que la obligación de efectuar una reducción de capital solo es impuesta por la LGS cuando las pérdidas hayan disminuido el capital en más del 50% y hubiese transcurrido un ejercicio sin haber sido superado (artículo 220 de la LGS).

Derecho de sociedades es servir a la voluntad de los agentes económicos que la constituyen. En ese sentido, para el Derecho mercantil, y específicamente para el Derecho societario, la ley constituye más una fuente de integración que una de dirección del contenido de las relaciones creadas por los privados²⁹³.

Por otro, debemos señalar que las alternativas que plantearemos no trastocan los principios configuradores del tipo social, en este caso, de la sociedad anónima. Es importante mencionar ello pues, según la doctrina, estos principios operan como límite a la autonomía de la voluntad de las partes. La doctrina reconoce los siguientes principios que caracterizan a la sociedad anónima:

- (i) Sociedad de capital.
- (ii) Capital dividido en títulos negociables.
- (iii) Responsabilidad limitada.
- (iv) Modelo corporativo.
- (v) Sociedad *intuitu pecuniae*²⁹⁴.

En ese sentido, notamos que nuestro planteamiento no podría llegar a contradecir dichos principios. Por el contrario, consideramos que la aplicación de estas herramientas alternativas distintas al mecanismo dictado por la LGS, puede incluso responder satisfactoriamente a una de las características del tipo societario, como lo es la negociabilidad de los títulos que representan el capital de la sociedad.

²⁹³ Esta opinión concuerda con la manifestada por ELÍAS LAROZA (*op. cit.*, p. 106) en el siguiente pasaje: “*Legislar en materia de derecho societario es crear distintos instrumentos para que las personas puedan llevar a cabo actividades económicas con seguridad y celeridad, favoreciendo así el tráfico económico. Es finalmente la persona que realiza tales actividades la llamada a evaluar las posibilidades que el ordenamiento legal le otorga y decidir la más conveniente para sus intereses*”.

²⁹⁴ El reconocimiento doctrinal de estos principios no es absoluto, dado que estos principios estarán siempre sujetos a discusión, especialmente por su aplicación práctica. En esta materia, podemos resaltar la crítica al *intuitu pecuniae* que realiza HERRADA BAZÁN, “*La exclusión...*”, *op. cit.*

Por lo tanto, podemos concluir que en nuestro Derecho societario debe ponderar más la voluntad de las partes involucradas que la remisión obligatoria a sus propias disposiciones legales, sin que por ello corramos el riesgo de sobrepasar los límites dictados por los principios configuradores del tipo social. De esta forma, destacamos el carácter privado y dispositivo del Derecho de sociedades, en virtud a su pertenencia al Derecho mercantil²⁹⁵.

- c. **Los pactos entre la sociedad y el socio disidente:** finalmente, no podemos pasar por alto la disposición contenida en el último párrafo del artículo 200 que regula el derecho de separación.

“Artículo 200.- Derecho de separación del accionista

(...)

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

Ante ello, surge la interrogante de si las sociedades participantes en la fusión pueden pactar con los socios disidentes la aplicación de mecanismos para hacer frente a situaciones indeseadas que pudieran llegar a producirse en virtud de este derecho. Queda claro que la sociedad no podrá establecer pactos que excluyan el derecho o que hagan más gravoso su ejercicio, por lo que cualquier circunstancia que desfavorezca este derecho, por más sutil que sea, quedará castigada con su nulidad.²⁹⁶ La cuestión surge en determinar qué se entiende por “pacto”. En sentido

²⁹⁵ Refiriéndose al Derecho mercantil clásico, ZEGARRA MULÁNOVICH (“*Notas de Derecho mercantil*”, *op. cit.*, p. 19-21), señala que el Derecho mercantil no es solo una rama privada, sino además “la más privada de las ramas de Derecho”. En ese sentido ZEGARRA MULÁNOVICH señala que el concepto Derecho mercantil ha evolucionado, resaltando como uno de sus factores la creciente penetración de la administración pública en la supervisión y control del buen funcionamiento del mercado en general, generándose así normas destinadas a regular la competencia, la protección al consumidor, etc.

²⁹⁶ Cfr. ATOCHE, *op. cit.*, p. 130, como indica dicha autora, es un derecho (el de separación) que no puede ser mermado, ya sea excluyéndolo o haciéndolo más gravoso.

amplio, el significado de este término puede abarcar una numerosa cantidad de referencias, entre ellas el estatuto social, convenios de accionistas, contratos privados entre socios, etc. En virtud a esta variedad, trataremos de encontrar su significado conduciéndonos por una adecuada interpretación teleológica de dicho dispositivo²⁹⁷.

Para ello, recurriremos a los siguientes argumentos:

- (i) El primero de ellos se refiere al carácter privado y voluntario que como rama del Derecho debe primar en el Derecho de sociedades, siempre y cuando no desnaturalicen o atenten contra los principios configuradores del tipo social que corresponda o derechos e intereses legítimos de terceros.
- (ii) La relación de propiedad entre el socio y sus acciones, lo cual conlleva a su categorización de “derechos patrimoniales”, y por lo tanto, nada debe impedir que el socio pueda ejercer una de las cualidades inherentes a dichos derechos: su disposición²⁹⁸. Ello permite que el socio

²⁹⁷ La interpretación teleológica es un método interpretativo que parte desde la finalidad de la norma como tal (ZEGARRA MULÁNOVICH, Álvaro, “*Descubrir el derecho*”, Palestra, Lima, 2009, p. 46). A diferencia de este método interpretativo, la interpretación histórica es aquel método de interpretación de la ley que se realiza a partir de sus antecedentes y de la intención reguladora del legislador histórico. La interpretación sistemática parte de la idea que una ley, las más de las veces, consta de normas jurídicas incompletas que solo en conjunto con otras normas se complementan en una norma jurídica completa o se asocian en una regulación (Cfr. LARENZ, Karl, “*Metodología de la Ciencia del Derecho*”, 4º impr. Ariel, Barcelona, 2010, p. 325).

²⁹⁸ Como define ZEGARRA MULÁNOVICH (“*Descubrir el Derecho*”, *op. cit.*, p. 102), la disposición es la capacidad de transferencia efectiva del bien o, en general, de darle un destino definitivo. Incluye el poder de hacer lo que se quiera con él, incluso destruirlo, con los límites que ocasionalmente establezca la ley. El poder de disposición es tan esencial a la propiedad que, salvo que la ley expresamente lo autorice en algún caso particular, no se puede limitar contractualmente.

pueda disponer de sus acciones de la forma en la cual crea conveniente, sobre todo si existen alternativas que le sean económicamente más favorables.²⁹⁹.

- (iii) Toda nulidad de pactos que se encuentre regulada en LGS puede responder a diversas causas, tales como la protección de los accionistas minoritarios, de la sociedad, o inclusive de terceros. Sin embargo, un acuerdo entre la sociedad y un socio disidente que se muestre favorable para la sociedad y al socio en el contexto de una fusión, sí sería del todo favorable, tanto para la sociedad, para sus accionistas, para las demás sociedades participantes, e incluso, terceros. Recordemos que el artículo completo señala que el referido “pacto” debe excluir o hacer más gravoso su ejercicio.
- (iv) Finalmente, la finalidad de la norma no debería referirse a la imposibilidad de que la sociedad y el socio puedan llegar a otros pactos. Si éste fuera el caso, el socio podría revocar su declaración de separación (posibilidad que hemos reconocido anteriormente) y llegar a un acuerdo aparte con la sociedad, volviéndose inútil el mandato de la LGS de restringir cualquier pacto.

En ese sentido, podemos concluir que la finalidad de esta disposición es entender el término “pacto” en sentido estricto y coherente, como “todo acuerdo que pretendiese excluir o hacer más gravoso el ejercicio del derecho de separación y que no cuente con la aceptación específica del socio disidente”.

10.2. Fraccionamiento y pago diferido de la cuota de separación

Un primer mecanismo para contrarrestar los efectos del derecho de separación en la sociedad y en la fusión puede resultar la aplicación de mecanismos de pago de la cuota de separación que no afecten la liquidez

²⁹⁹ Con estas posibilidades nos referimos especialmente al pago de intereses que pueda ser pactado como alternativa de pago, o al reconocimiento de algún beneficio extraordinario en ejercicios posteriores.

de la sociedad obligada a ello. Uno de estos mecanismos sería, por ejemplo, el fraccionamiento del reembolso al accionista disidente o el pago diferido de la cuota de separación. En dichos casos, si bien igual subsiste una salida de fondos dinerarios, esta alternativa podría ayudar a la sociedad a no tener que efectuar un desembolso fuerte en un momento tan importante como su participación en una fusión, otorgando a su vez una alternativa de pago eficaz y razonable tanto para la sociedad como para el accionista disidente.

Sin embargo, es necesario advertir que la LGS exige a la sociedad que el pago del reembolso deba efectuarse en un plazo que no debe exceder los dos meses contados a partir de la fecha del ejercicio del derecho de separación. En ese sentido, inclusive si este fraccionamiento o pago diferido se encontrasen contemplados en el proyecto de fusión, y el accionista disidente no acepte la imposición de este mecanismo de pago, resulta muy difícil sustentar una imposición obligatoria al socio disidente de tener que aceptar una alternativa de pago superior a dos meses como la norma dispone.

Al margen de ello, apoyándonos en los fundamentos jurídicos desarrollados anteriormente, el accionista puede aceptar voluntariamente la propuesta de fraccionamiento o pago diferido, bajo la cual se convertiría en acreedor de la sociedad de la cual se separa³⁰⁰. Ello es así pues, como hemos apuntado, el derecho de separación no se perfecciona con el pago de la cuota de separación, sino por el acuerdo entre las partes en hacer efectivo dicho pago, por lo que no es necesario esperar el término del plazo de fraccionamiento o pago diferido para que se le remueva la condición de accionista.

Cabe señalar que este mecanismo de pago no es ajeno en el Derecho comparado. De hecho, la Ley de fusiones especiales española - Ley 83/1968 de 5 de diciembre de 1968³⁰¹, regulaba la potestad de que la sociedad pueda acordar el fraccionamiento del reembolso de las acciones

³⁰⁰ Finalmente, será también acreedor de la sociedad resultado, pues ésta terminará por adquirir todos los derechos y obligaciones de las sociedades participantes.

³⁰¹ Sobre una referencia a esta ley, *Vid.*, supra, n. 8, a). Recordemos que la vigencia de esta norma fue paralela a la Ley de Sociedades Anónimas de España de 1951.

de todos los socios que se separen entre tres anualidades como máximo, con el abono del interés legal. Con ello, la norma pretendía hacer menos gravosa para la sociedad la carga que para ella implicaba el ejercicio del derecho de separación y el consecuente reembolso de la cuota que corresponde a los socios. Como indica BRENES CORTÉS³⁰², esta regulación resultaba plenamente congruente con el espíritu de la misma norma, la cual intentaba favorecer los procesos de fusión, contemplando un instrumento que permita a la sociedad facilitar el abono de las cuotas de separación sin desequilibrar o poner en graves dificultades económicas a la sociedad que surja de este proceso de fusión.

Nuestra LGS no ha reconocido como una posibilidad el fraccionamiento de pago de la cuota de separación, sino que impone que dicha cuota tenga que ser pagada en un plazo máximo de dos meses. En virtud a dicha previsión, todo pacto estatutario o social que pretenda incluir esta modalidad de pago sería nulo. Sin perjuicio de ello, consideramos que la ley societaria debería permitir cierta flexibilidad en permitir mecanismos de pago de la cuota de separación en una fusión societaria que superen el plazo actualmente exigido, teniendo en cuenta la importancia y envergadura de esta operación para los demás socios y la sociedad. Caso contrario, la sociedad tendría que recurrir a instancias judiciales para lograr un método que quizá se asemeje a la opción de fraccionamiento y pago diferido, con la diferencia que ello implicaría que la fusión aún no pueda formalizarse por lo menos hasta que exista un pronunciamiento judicial.

10.3. La autocartera derivada con cargo al capital social

La autocartera derivada es una opción que la sociedad tiene luego de haber emitido sus acciones. A su vez, es una institución polémica y que en el Derecho comparado se ha procurado restringir desde sus orígenes, en virtud a los peligros que comporta para los acreedores sociales³⁰³. No obstante, su regulación en las legislaciones modernas se

³⁰² BRENES CORTÉS, *op. cit.*, p. 295.

³⁰³ Cfr., ELÍAS LAROZA, *op. cit.*, p. 212; VERÓN, *op. cit.*, Tomo III, p. 373; MENÉNDEZ y URÍA (*op. cit.*, p. 469); GARRIGUES, “*Curso de Derecho mercantil*”, *op. cit.*, p. 480.

encuentra generalmente aceptada. En nuestro ordenamiento jurídico, esta posibilidad se encuentra regulada en el artículo 104 de la LGS.

Del mismo modo, hemos analizado que el mandato de reducir el capital contenido en el artículo 104 no sería aplicable cuando la sociedad adquiriera sus propias acciones con cargo al capital social por efecto del derecho de separación³⁰⁴. La premisa principal para ello consiste en entender que la titularidad que la sociedad tiene sobre las acciones materia de reembolso, no se debe a una adquisición deliberada y acordada por la sociedad, sino que es una consecuencia inevitable del ejercicio unilateral de un derecho del socio.

Por lo tanto, amparándonos en el principio de estabilidad del capital social y en caso no cuente con beneficios y reservas libres, creemos que la sociedad se encuentra facultada para efectuar el pago de la cuota de separación con cargo al capital social. Posteriormente, la sociedad deberá convocar a junta general a fin de que pueda decidir la situación del capital social y de las acciones correspondientes.

En este sentido, en el marco de una fusión esta alternativa podría ser de mucha utilidad, en especial, para las sociedades que no cuentan con un patrimonio suficientemente robusto para responder al reembolso de la cuota de separación. De esta manera, los accionistas podrán evitar que la sociedad deba comprometerse a efectuar una reducción de capital, y atravesar por todas las vicisitudes que una reducción de capital puede implicar en un proceso de fusión de sociedades³⁰⁵.

Finalmente, en consideración a los inconvenientes que puede ocasionar que la sociedad sea titular de sus propias acciones con cargo a su capital³⁰⁶, no sería tampoco correcto que esta situación se mantenga de

³⁰⁴ *Vid.*, supra, n. 6.3.

³⁰⁵ *Vid.*, supra, n. 9.5 y n. 9.6.

³⁰⁶ GARRIGUES (“*Curso de Derecho mercantil*”, *op. cit.*, p. 480), señala que dichos peligros se encuentran asociados a tres fundamentos principales: “a) defender a los acreedores sociales que puedan resultar perjudicados; b) defender a los accionistas contra posibles abusos de los administradores que podrían crearse clientelas favorables en las juntas generales con los votos correspondientes a las acciones adquiridas por la sociedad; c) evitar que las sociedades puedan lanzarse a

forma indefinida³⁰⁷. Como hemos visto anteriormente³⁰⁸, la aplicación del artículo 104 debe ser complementaria a este caso, y por ello debe respetarse el límite de dos años de autocartera derivada en la sociedad por cuestiones de orden público. En ese sentido, a fin de que no se afecten los principios de realidad y de integridad que informan el capital social³⁰⁹, lo ideal es que la convocatoria a junta general se realice lo más pronto posible, y de esta manera, tener una situación real del capital y sus acciones, sobre todo en el contexto de una fusión de sociedades.

10.4. La oferta de venta de acciones en el proyecto de fusión

La oferta de venta en el proyecto de fusión es una alternativa que, a nuestro juicio, resulta ser la opción más razonable ante el ejercicio del derecho de separación en una fusión. Es más, como parte del deber de diligencia en la administración de una sociedad, el directorio o la gerencia deberían advertir dicha posible solución en el proyecto de fusión, con la finalidad de evitar todas las consecuencias que hemos desarrollado en el acápite noveno³¹⁰.

Este mecanismo opera como una previsión ante el ejercicio del derecho de separación, por medio del cual, los socios que desean ejercer este derecho tengan la opción de ofrecer previamente sus acciones a los demás accionistas de la sociedad anónima. Aunque es una alternativa que en su aplicación no colisiona con el derecho de separación (por ser un mecanismo previo), señalamos que es una “opción” pues el proyecto de fusión no puede obligar al socio disidente a tener que elegir este

especular sobre sus propios títulos, influyendo artificialmente en la cotización de los mismos.”

³⁰⁷ Como límite a ello, la Ley chilena de sociedades anónimas (Ley 18.046) señala que la sociedad adquiere sus acciones como resultado del ejercicio del derecho de retiro, sin diferenciar con cargo a qué cuenta patrimonial deba efectuarse. En ese sentido, señala que deberán enajenarse en el plazo de un año; si no el capital deberá disminuirse.

³⁰⁸ *Vid.*, supra, n. 6.3.

³⁰⁹ *Vid.*, nota 290.

³¹⁰ En cuanto a las consecuencias (positivas o negativas) que se producen por el ejercicio del derecho de separación, éstas podrían y deberían ser previstas por los administradores de la sociedad, dada la importancia del proceso en cuestión y la responsabilidad encomendada por ley.

procedimiento. Ello sí podría atentar contra la prohibición de hacer más gravoso el ejercicio del derecho de separación.

Sin embargo, creemos que las bondades de esta opción para el socio disidente le resultarán más favorables que tener que acudir al derecho de separación. En ese sentido, sería más sensato al accionista recurrir a esta posibilidad por dos motivos:

- (i) La oferta de venta podría significar al socio llegar a una negociación más beneficiosa y directa con los demás accionistas, de tal forma que pueda obtener un precio mayor al valor patrimonial de las acciones, a diferencia de la LGS. Recordemos que esta norma impone, como límite a la negociación con la sociedad, que el valor del reembolso no pueda ser mayor al valor patrimonial de las acciones para las sociedades anónimas.
- (ii) La LGS establece que el socio disidente debe enviar una carta notarial hasta el décimo día siguiente de la publicación del acuerdo que origina el derecho de separación. Ello genera que el accionista deba incurrir en un costo y observar plazos para poder separarse de la sociedad. Con la oferta de venta, el socio podría obtener dicho reembolso sin tener que atravesar por ello. En definitiva, el socio que busca separarse lo querrá hacer de la forma más rápida y eficientemente posible.

En la legislación comparada, no es ajeno el reconocimiento de mecanismos similares. Como hemos visto anteriormente, en Alemania, el artículo 29 de la *Gesetz zue Bereinigung des Umwandlungsrechts (UmwBerg)*³¹¹, contiene la obligación de la sociedad de ofrecer a los opositores de la fusión la compra de sus acciones³¹². Por otro lado, a pesar de no mencionar su inclusión en un proyecto de fusión, en la *Companies*

³¹¹ *Vid.*, supra, n. 8.1.c).

³¹² Cfr., PÉREZ TROYA, “*La tutela del accionista...*”, *op. cit.*, pp. 490- 496. El legislador alemán ha previsto la posibilidad de que los socios disidentes puedan enajenar sus participaciones de manera libre durante el transcurso del proceso de separación, pudiendo optar el socio por transferir sus acciones a otra persona, a la entidad resultante o a través del mercado.

Act inglesa se regula el derecho del accionista minoritario de vender sus acciones como “*Sell-out*”. En la doctrina estadounidense, CLARK (como solución al drenaje de activos por el *appraisal right*) proponía que los socios disidentes vendan primero sus acciones en el mercado, y que en todo caso puedan demandar a la corporación por la diferencia (si hubiese alguna) entre lo que han recibido y lo que puedan convencer en el proceso sobre lo que fuese el verdadero valor justo de sus acciones³¹³.

10.5. El derecho de adquisición preferente

Finalmente, como otra alternativa que evitaría que la sociedad deba efectuar el reembolso del valor de las acciones con cargo a sus cuentas patrimoniales, nos queda analizar la posibilidad de que los accionistas de la sociedad en la fusión (e incluso los accionistas de las otras sociedades participantes), tengan un derecho de adquisición preferente para poder adquirir directamente las acciones del socio disidente³¹⁴. Planteamos dicha cuestión pues la norma obliga a que sea la sociedad la que tenga que efectuar el reembolso de las acciones, lo cual negaría la posibilidad de que otros actores puedan hacer frente a ello. No obstante, creemos que reconocer esta posibilidad en nuestro ordenamiento jurídico, puede también significar un resultado más favorable al socio que el ejercicio de su derecho de separación.

Al respecto, el Tribunal Registral³¹⁵ se ha pronunciado favorablemente ante la posibilidad de que el ordenamiento jurídico peruano reconozca el derecho de adquisición preferente en un caso de exclusión de socios en una Sociedad de Responsabilidad Limitada. En ese sentido, haciendo una interpretación extensiva, el Tribunal reconoce que los demás socios tendrán el derecho de preferencia para la adquisición de dichas participaciones, siempre que el socio excluido decida voluntariamente venderlas³¹⁶.

³¹³ CLARK, *op. cit.*, p. 447.

³¹⁴ En ese sentido, HERRADA BAZÁN (“*La exclusión...*”, *op. cit.*, p. 221), sobre la exclusión de socios, señala que el esquema de pago de relación obligatoria puede verse modificado ex ante o ex post de la misma.

³¹⁵ Resolución 1335-2009-SUNARP-TR-L.

³¹⁶ HERRADA BAZÁN (“*La exclusión...*”, *op. cit.*, p. 234. Sin perjuicio de ello, dicho autor no se muestra a favor de la solución practicada por el Tribunal cuando se

Refiriéndonos a la sociedad anónima ordinaria, sabemos que el derecho de adquisición preferente solo sería vinculante al socio en caso dicho derecho se encuentra reconocido en los estatutos de la sociedad. En ese sentido, aplicando la misma interpretación extensiva del Tribunal (salvando las diferencias del caso), podríamos señalar que un primer indicio para que se reconozca el derecho de adquisición preferente de los demás socios, es que este derecho se encuentre incluido en los estatutos de la sociedad anónima ordinaria.

Por otro lado, el Tribunal Registral indica que ello operaría en caso el socio decida “voluntariamente venderlas”. Creemos que, en el caso de una separación, el elemento de voluntariedad opera más bien como una excepción al derecho de separación, y no como un requisito³¹⁷. En ese sentido, la cuestión que queda por analizar es si este derecho de adquisición preferente puede ser vinculable al socio disidente. Solo así podríamos aceptar la admisibilidad del derecho de adquisición preferente.

Para ello, recurriremos al sentido de la palabra “pacto” que hemos obtenido anteriormente, por el cual se refiere a todo acuerdo que pretendiese excluir o hacer más gravoso el ejercicio del derecho de separación y que no cuente con la aceptación del socio disidente. En ese sentido, para admitir el derecho de adquisición preferente surgen las siguientes interrogantes:

- (i) El derecho de adquisición preferente, ¿excluye el derecho de separación?;
- (ii) Si no lo hace, ¿hace más gravoso su ejercicio?

Ante la primera interrogante, consideramos que la palabra exclusión significa que el socio no pueda ejercer este derecho por haber sido retirado de los estatutos de la sociedad, o que no se reconozca para ciertos acuerdos adoptados por la misma. Ello no sucedería con el

trata de una exclusión de socios, en virtud a que no es coherente otorgar al socio excluido la potestad alguna de decidir si transferir o no sus participaciones, ni mucho menos de disponer libremente a quién hacerlo.

³¹⁷ En una separación (a diferencia de una exclusión), la voluntad del socio disidente opera libremente y sin condiciones, de forma tal que éste puede revocar su decisión de separarse y voluntariamente vender sus acciones.

derecho de adquisición preferente. Este último derecho operaría de forma paralela al derecho de separación, de forma tal que no excluiría su reconocimiento. Es decir, si ninguno de los demás accionistas decide adquirir las acciones del socio disidente, el derecho de separación podrá igualmente llevarse a cabo sin inconvenientes.

Con respecto a la segunda interrogante, el derecho de separación requiere que se ejerza en 10 días luego de publicado el acuerdo que da su origen, y que la sociedad tenga la posibilidad de reembolsar en un plazo de 2 meses (aproximadamente 60 días). En contraposición, el derecho de adquisición preferente en la LGS señala plazos extensos para su ejercicio³¹⁸. Empero, la ley reconoce que las partes puedan modificar dichos plazos, por lo que la inclusión de este derecho en los estatutos de la sociedad anónima puede también incluir una disminución considerable de sus plazos. En ese sentido, el derecho de adquisición preferente reconocerse de forma paralela al derecho de separación, pues sus plazos (conforme al estatuto), no harían más gravoso el ejercicio de este último.

Por lo tanto, creemos que el reconocimiento del derecho de adquisición preferente ante el derecho de separación sí resulta del todo viable, siempre y cuando se encuentre reconocido en los estatutos de la sociedad anónima, y éste contemple plazos menores que no prolonguen el ejercicio paralelo al derecho de separación. De esta forma, los accionistas que aprobaron el acuerdo de fusión tendrán la oportunidad de adquirir las acciones correspondientes y evitar que la sociedad deba adquirir dichas acciones y las consecuencias que de ello puedan derivarse³¹⁹.

³¹⁸ Este derecho se regula en el artículo 237 y señala que el accionista debe observar 10 días para comunicar la posible transferencia a la sociedad, 30 días para que el resto de socios decida, y finalmente, 60 días para disponer de las acciones.

³¹⁹ Cabe señalar que el reconocimiento del derecho de adquisición preferente no es desconocido ante el derecho de separación. Por citar algunos ejemplos, el artículo 2473 del *Codice Civile* italiano reconoce dicha posibilidad (aunque la fusión no sea un supuesto legal para el derecho de separación), y la Ley 222/1995 de Colombia reconoce la opción de compra de acciones a los demás socios antes de que se produzca el reembolso de las acciones.

CONCLUSIONES

La fusión de sociedades anónimas ha sido la principal herramienta de reorganización societaria y concentración empresarial en las últimas décadas, tanto en el Perú como en el extranjero. Su trascendencia, propiedades y beneficios sin duda la convierten en uno de los procesos societarios más relevantes en el Derecho mercantil, cuyo reconocimiento legal es unánime en las legislaciones internacionales.

Nuestro ordenamiento jurídico, a diferencia de otras legislaciones en el Derecho comparado, legitima al accionista de una sociedad anónima a poder separarse de la sociedad en caso éste no suscriba la aprobación de un proyecto de fusión. Los fundamentos doctrinales de esta tutela se muestran favorables a su reconocimiento como mecanismo de protección en una fusión; no obstante, su aplicación y ejercicio han generado reacciones negativas en el ámbito internacional, lo cual amerita que debamos analizar minuciosamente su regulación en nuestra norma societaria.

Al abocarnos a dicha tarea, encontramos que la regulación del derecho de separación en la LGS se muestra insuficiente en varios aspectos. Su uniforme regulación ante supuestos distintos, ocasiona que su aplicación sea confusa y posiblemente nociva para la sociedad, en especial en el contexto de una fusión de sociedades. Sin duda, una reforma legislativa sobre el tema sería deseable, sin embargo, entendemos que el Derecho societario no puede ni debe agotarse en la norma.

En ese sentido, defendemos el reconocimiento del derecho de separación ante una fusión, reconociendo a su vez que las consecuencias de ello (pérdida de activos líquidos, afectación a la relación de canje, reducción de capital, etc.) podrán ser superadas acudiendo a otras herramientas jurídicas, en beneficio de la sociedad y de cara a la fusión.

Previamente, ha resultado necesario efectuar una revisión conceptual de diversas instituciones del Derecho societario, así como analizar el significado de distintas disposiciones de la norma. Dentro de dicha labor, enunciaremos las conclusiones más relevantes:

1. El derecho de separación no necesariamente implica la reducción del capital de la sociedad en la cual se efectúa. La doctrina ha reconocido que la sociedad pueda reembolsar la cuota de separación con cargo a otras cuentas patrimoniales, tales como los beneficios o reservas de libre disposición. En el contexto de una fusión, ello evitará que la sociedad deba atravesar por el procedimiento de reducción de capital, evitando así la demora que los plazos puedan significar a la fusión y la doble oposición de acreedores.
2. Sin perjuicio de ello, admitimos la posibilidad de que, como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, la sociedad pueda efectuar el pago de reembolso con cargo al capital social sin tener que amortizar las acciones del socio disidente. Esta situación obliga a que la sociedad deba convocar a una junta general para que los socios puedan decidir la situación del capital social y de las acciones reembolsadas. Hemos arribado a dicha conclusión entendiendo que el artículo 104 de la LGS (adquisición de acciones propias) no resulta directamente aplicable a este caso, aunque sí complementario en algunos aspectos de Derecho imperativo.
3. La prohibición de pactos que excluyan el ejercicio del derecho de separación o hagan más gravoso su ejercicio (contenida en el artículo 200 de la LGS) no es absoluta. En ese sentido, se deja abierta la posibilidad de que la sociedad pueda establecer

mecanismos destinados a negociar directamente con el socio, o pactar con el accionista otras vías de solución.

4. Entre los mecanismos destinados a prevenir el impacto financiero y legal que el derecho de separación ocasiona en la sociedad, planteamos la posibilidad de que la sociedad pueda fraccionar el pago de la cuota de separación o realizar un pago diferido de éste, con la finalidad de no comprometer económicamente a la sociedad. Asimismo, el proyecto de fusión podría incluir una propuesta de compra o venta de las acciones del socio disidente, de forma tal que éste pueda negociar condiciones de separación más favorables y distintas a las establecidas por ley.
5. El derecho de adquisición preferente se muestra (bajo ciertas condiciones) como una alternativa eficaz y legítima para evitar los efectos del derecho de separación en una fusión, cuya finalidad será proveer una oportunidad a los accionistas participantes para adquirir las acciones del socio antes de que la sociedad deba hacerse cargo de ello.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel, “*El derecho de separación del accionista: una regulación insuficiente*”, Ius Et Veritas 34, 169-175, Lima, 2007.
- AGUILERA RAMOS, Agustín (bajo la dirección de José Girón Tena), “*Estudios y textos de derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea*”, Universidad de Madrid, Sección de Publicaciones e Intercambio, Madrid, 1978.
- ALDEA CORREA, Vládik, “*Los acuerdos de accionistas y socios: requisitos societarios*”, Ediciones Caballero Bustamante, Lima, 2012.
- ÁLVAREZ RUBIO, Julio, “*Derecho de sociedades*”, Dykinson, Madrid, 2013.
- ALONSO UREBA, Alberto, “*Derecho de sociedades anónimas*”, Civitas, Madrid, 1991.
- ATOCHE FERNÁNDEZ, Paola, “*Estatutos societarios: problemas jurisprudenciales en su modificación*”, 1a ed., Gaceta Jurídica, Lima, 2015.

- BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo, “*Comentarios a la nueva ley general de sociedades: análisis artículo por artículo*”, 1a ed., Gaceta Jurídica, Lima, 1998.
- BRENES CORTÉS, Josefa, “*El derecho de separación del accionista*”, Marcial Pons, Madrid – Barcelona, 1999.
- BROSETA PONT, Manuel y MARTÍNEZ SANS, Fernando, “*Manual de derecho mercantil*”, 18a ed., Tecnos, Madrid, 2011.
- BROSETA PONT, Manuel, “*Cambio de objeto y ampliación de operaciones sociales en la Ley española de Sociedades Anónimas*”, I, Madrid, 1971.
- BRUNETTI, Antonio, “*Tratado del derecho de las sociedades*”, Uteha, Buenos Aires, 1960.
- CLARK, Robert Charles, “*Corporate Law*”, Little, Brown and Company, Boston, 1986.
- CORTÉS DOMÍNGUEZ, Luis Francisco Javier y PÉREZ TROYA, Adoración, “*La fusión de sociedades: concepto, naturaleza, supuestos y efectos*”, en “*Estudios de Derecho Mercantil*”, VVAA, Civitas-Thomson Reuters, España, 2010.
- DE LA CÁMARA, Manuel, “*Estudios de Derecho Mercantil*”, Editorial de Derecho Reunidas, Madrid, 1977.
- DÍAZ BRAVO, Arturo, “*Derecho mercantil*”, IURE, México, 2005.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, Justino, “*Los métodos de grupos de sociedades*”, en “*Ponencias españolas del VII Congreso Internacional de Derecho Comparado*”, Barcelona, 1966.
- ECHAIZ MORENO, Daniel, “*Derecho societario: un nuevo enfoque jurídico de los temas societarios*”, Gaceta Jurídica, Lima, 2009.

- ELÍAS LAROZA, Enrique, “*Derecho societario peruano: la ley general de sociedades del Perú*”, Normas Legales, Trujillo, 2002.
- EMBID IRUJO, José Miguel, “*Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*”, Centro de publicaciones, Ministerio de Justicia, 1987.
- EMBID IRUJO, José Miguel, “*Ley alemana de sociedades anónimas*”, Marcial Pons, Madrid – Barcelona – Buenos Aires, 2010.
- FARRANDO MIGUEL, Ignacio, “*El derecho de separación del socio en la ley de sociedades anónimas y la ley de sociedades de responsabilidad limitada*”, Civitas, Madrid, 1998.
- FERRERO ÁLVAREZ CALDERÓN, Guillermo, “*Aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú*”, Advocatus, N° 9, Lima, 2003.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria, “*La protección jurídica del accionista inversor*”, Editorial Aranzadi, Navarra, 2000.
- FLORES POLO, Pedro, “*Nuevo derecho societario peruano: nueva Ley General de Sociedades: principales modificatorias*”, Cámara de Comercio de Lima, Lima, 1998.
- GADEA SOLER, Enrique, “*La separación de socios en las sociedades mercantiles: el caso particular de las fusiones heterogéneas*”, en R.E.D.S., núm. 3, setiembre-diciembre 2013.
- GALGANO, Francesco, “*Diritto commerciale. Le società*”, obra traducida del italiano al español por GUERRERO, Jorge, “*Derecho Comercial. La Sociedad*”, Editorial Temis, Bogotá, 1999.
- GARDEAZABAL DEL RIO, Javier y MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, Tomás, “*Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima*”, en “*Estudios sobre la sociedad anónima*”, VVAA, v. 1, Civitas, Madrid, 1991.

- GARRIDO DE PALMA, Víctor Manuel y SÁNCHEZ GONZÁLEZ, José Carlos, “*La sociedad anónima en sus principios configuradores*”, en “*Estudios sobre la sociedad anónima*”, VVAA, Volumen 1, 1a ed., Civitas, Madrid, 1991.
- GARRIDO PULIDO, Tomás y DE LAS HARAS JIMÉNEZ, María Victoria, “*Reducción de capital: aspectos contables y fiscales*”, Pirámide, Madrid, 2001.
- GARRIGUES, Joaquín, “*Curso de derecho mercantil*”, 7a, ed., Tomo 1, Temis, Bogotá, 1987.
- GARRIGUES, Joaquín y URÍA, Rodrigo, “*Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*”, II, Madrid, 1976.
- GIRÓN TENA, José, “*Derecho de sociedades*”, Tomo I, Madrid, 1976.
- GIRÓN TENA, José, “*Sociedades mercantiles*”, 2a ed. Parte Especial II-1 y II-2, Valladolid, 1962.
- GONZALES BARRÓN, Günther, “*Manuel práctico de la Ley general de sociedades*”, Editorial Rodhas, Lima, 1998.
- GONZALES BARRÓN, Günther, “*La nueva ley general de sociedades y su aplicación registral*”, Editorial Rodhas, Lima, 1998.
- HALPERIN, Isaac, “*Curso de derecho comercial*”, Depalma, Buenos Aires, 1980-1982.
- HERRADA BAZÁN, Víctor, “*Capitalización de créditos y derecho de suscripción preferente: un estudio en la Sociedad Anónima*”, Palestra Editores, Universidad de Piura, Lima, 2015.
- HERRADA BAZÁN, Víctor, “*La exclusión de socios en la Ley General de Sociedades*”, Gaceta Jurídica, Lima, 2017.

- HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo, “*La sociedad anónima*”, 1a ed. Gaceta Jurídica, Lima, 2013.
- HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo, “*Fusión de Sociedades y Tracto Sucesivo Registral*” en *Diálogo con la jurisprudencia*, Tomo 60, año 9, setiembre 2003.
- LARGO GIL, Rita, “*La fusión de sociedades mercantiles: fase preliminar, proyecto de fusión e informes*”, Civitas, Madrid, 1992.
- LARENZ, Karl, “*Metodología de la Ciencia del Derecho*”, 4º impr. Ariel, Barcelona, 2010.
- LIZANDA CUEVAS, José Manuel, “*El régimen fiscal y contable de las operaciones societarias*”, Wolters Kluwer, Madrid, 2015.
- MANNING, Bayless, “*The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*”, Yale L.J. 1962.
- MARÍN XIMÉNEZ, José Nicolás y KETELHOHN ESCOBAR, Werner, “*Fusiones y adquisiciones en la práctica*”, México DF: Cengage, 2008.
- MARTIN PENACCA, Carlos, “*El derecho de receso*”, Editorial Astrea, Buenos Aires, 1978.
- MARTÍNEZ MUÑOZ, Miguel, “*El derecho de separación del socio en las sociedades de capital y su regulación en el anteproyecto de ley de código mercantil*”, en *Revista Ceflegal*, agosto-setiembre, 175-176, Madrid, 2015.
- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan, “*Fusiones y adquisiciones de empresas*”, 4a ed., McGraw-Hill, Madrid, 2005.
- MASCHERONI, Fernando H, “*Sociedades comerciales*”, Editorial Universidad, Buenos Aires, 1986.

- MENÉNDEZ, Aurelio y URÍA, Rodrigo, *“Lecciones de derecho mercantil”*, 9a ed., Civitas, Madrid, 2011.
- MEYER, Daniel E., *“Maybe publius was right: relying on merger price to determine fair value in Delaware appraisal cases”*, University of Pennsylvania Law Review, Vol., 165, Rev, 153, 2016.
- MOLL DE MIGUEL, Sebastián, *“Las fusiones especiales de la sociedad anónima”*, RDP, n. 62, 1978.
- MONROY GÁLVEZ, Juan, *“Derecho societario”*, Ediciones Legales Ius Et Veritas, Lima, 2011.
- MONTOYA MANFREDI, Ulises, MONTOYA ALBERTI, Ulises y MONTOYA ALBERTI, Hernando, *“Derecho Comercial”*, Tomo 1, 11a ed., Grijley, Lima, 2004.
- MOTOS GUIRAO, Miguel, *“Fusión de sociedades mercantiles”*, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1953.
- NEIRA ARCHILA, Luis Carlos, *“La reforma al Código de Comercio. Ley 222 de 1995”*. Cámara de Comercio de Bogotá, Bogotá, 1996.
- ODRIOZOLA, Carlos S., *“Estudios de derecho societario”*, Cangallo, Buenos Aires, 1971.
- OTAEGUI, Julio C., *“Fusión y escisión de sociedades comerciales”*, Editorial Ábaco, Buenos Aires, 1981.
- PERALES VISCASILLAS, Pilar, *“El derecho de separación del socio en las sociedades de capital: un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense”*, La Ley Actualidad, Madrid, 2001.
- PÉREZ TROYA, Adoración, *“La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades”*, Marcial Pons, Madrid, 1998.

- PÉREZ TROYA, Adoración, “*La tutela del accionista en la fusión de sociedades*”, Civitas, Madrid, 1998.
- PUGA VIAL, Juan Esteban, “*La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el Derecho chileno y comparado*”, Jurídica de Chile, Santiago de Chile, 2011.
- RAIMONDI, Carlos, “*Aspectos prácticos de la fusión de empresas*”, Derecho Empresario, N° 26, T. III, Buenos Aires, 1976.
- REYES VILLAMIZAR, Francisco, “*Derecho Societario en Estados Unidos*”, Tercera Edición, Legis, Bogotá, 2006.
- RODAS PAREDES, Paola, “*La separación del socio en la Ley de Sociedades de Capital*”, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-Saõ Paulo, 2013.
- ROMANO, Roberta, “*Foundations of Corporate Law*”, Foundation Press, New York, 1993.
- RUBIO, Jesús, “*Curso de derecho de sociedades anónimas*”, Editorial de Derecho Financiero, Madrid, 1964.
- RUBIO, Jesús, “*El principio de conservación de la empresa y la disolución de sociedades mercantiles en Derecho español*”, en Revista de Derecho Privado, 1935.
- SALAS SÁNCHEZ, Julio, “*Algunas consideraciones sobre el derecho de impugnación de los acuerdos de las juntas de accionistas*”, en Revista del Instituto Peruano de Derecho Tributario, v. 14, 1998.
- SALAS SÁNCHEZ, Julio, “*El valor neto negativo del bloque patrimonial que se transfiere en los procesos de reorganización societaria*”, en Ius Et Veritas, 25, 2002.

- SÁNCHEZ CALERO, Fernando y SÁNCHEZ-CALERO GUILIARTE, Juan, “*Instituciones del derecho mercantil*”, 34a ed., Thomson-Aranzadi, Madrid, 2011.
- SEQUEIRA MARTIN, Adolfo, “*La fundación de una sociedad anónima mediante fusión por creación de una nueva sociedad*”, en “Derecho de sociedades anónimas”, VVAA, Civitas, Madrid, 1991.
- SIEGEL, Mary, “*An appraisal of the Model Business Corporation Act’s appraisal rights provisions*”, 74 Law and Contemporary Problems, 2011.
- STEIN, Eric, “*Harmonisation of European Company Laws. National reform and Transnational Coordination*”, The Boobs-Merrill Company, Inc., Indianapolis, Kansas City, New York, 1971.
- VERÓN, Alberto Víctor, “*Tratado de las sociedades anónimas*”, Tomo I, Tomo III y Tomo V, FEDYE, Buenos Aires, 2008.
- VICENT CHULIÁ, Francisco, “*La fusión propia y las fusiones impropias en el Derecho español*”, en “Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues”, Tomo III, Madrid, 1971.
- ZEGARRA MULÁNOVICH, Álvaro, “*Descubrir el Derecho*”, Palestra Editores, Lima, 2009.
- ZEGARRA MULÁNOVICH, Álvaro, “*Las cláusulas de hardship en la contratación mercantil*”, dir. García-Pita y Lastres, José Luis, tesis doctoral, Universidad de A Coruña, La Coruña, 2008.
- ZEGARRA MULÁNOVICH, Álvaro, “*Notas de Derecho Mercantil. Parte general*”, pro manuscrito, Universidad de Piura, 2014.
- ZEGARRA MULÁNOVICH, Álvaro, “*Perfección del contrato e inicio de la sociedad (partnership) en el Derecho inglés*”, en Revista de Derecho, Universidad de Piura, Vol. 3, 2002.