UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS Fundada en 1551
FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA
UNIDAD DE POST GRADO

Derechos Corporativos Individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la Sociedad Anónima

TESIS para optar el Grado Académico de: MAGÍSTER EN DERECHO Con mención en Derecho Civil y Comercial

AUTOR
CÉSAR EUSEBIO RAMOS PADILLA

LIMA-PERÚ 2004

A mis padres, esposa e hijos por su Aliento Constante de superación.

A mis Maestros Sanmarquinos, por Sus sabias enseñanzas.

A mis amigos de la Maestría en Derecho de la UNMSM, por su Amistad sincera e incondicional

INTRODUCCION

En el desarrollo de la actividad profesional, se tuvo la oportunidad de conocer cuatro eventos relacionados con la actividad corporativa que sembraron la inquietud de investigar respecto de su frágil desarrollo en nuestra patria, el primero, la constitución de sociedades, en especial anónimas, con un capital social no congruente con la envergadura del negocio que se pretendía realizar (objeto social); el segundo, la existencia de un considerable número de establecimientos comerciales que ante la más leve crisis coyuntural económica del país cerraron sus negocios y salían en los hechos del mercado, perjudicando a sus acreedores, que les dieron crédito considerando el tipo de sociedad (anónima) y en algunas otras consideraciones de índole personal; el tercer hecho observado en diversas sociedades anónimas, es la negación injustificada y sistemática del reparto de utilidades propiciada por los accionistas controladores, lógicamente cuando sus balances arrojan utilidades, política que llevó a la imposibilidad de recurrir a dichos accionistas u otros accionistas para obtener nuevos recursos ante las posteriores exigencias del mercado, o sea la necesidad de crecer, quedándole únicamente los préstamos bancarios y endeudamiento con proveedores, que finalmente los llevaron a la crisis y posterior liquidación; por último, el cuarto evento observado se presentó, cuando un grupo de accionistas, que controlaba una sociedad anónima, carentes de la tolerancia para coexistir con otros accionistas opuestos a su gestión social, sin motivación justificada o bajo aparente justificación, buscaron diluir la participación de estos incómodos accionistas e inclusive intentaron, posteriormente, adquirir sus acciones a precios diminutos, antecedentes que luego les imposibilitó, ante la apertura del mercado, obtener socios estratégicos, debiendo salir del mercado.

El indicador común de estas empresas fue su baja capitalización, lo que aparentemente las que llevó a la crisis y su salida del mercado; probablemente, éstas no pudieron capitalizarse adecuadamente, al parecer, por que los antecedentes de un mal gobierno corporativo no fueron atractivas para los inversionistas o por que sus administradores y controladores no recurrieron a fortalecerlos patrimonialmente mediante la colocación de acciones.

Estas suposiciones nos hizo investigar sobre el particular, iniciando, en el primer capítulo, a realizar una sucinta indagación sobre la situación de las empresas peruanas en relación con el financiamiento de sus actividades económicas, identificando cuales son los factores que han contribuido a su estado de debilidad empresarial, en forma referencial desde el punto de vista económico y social, y preliminarmente respecto a la legislación societaria, como factor coadyuvante de dicha situación. Comparativamente, se ha delineado la forma como financian sus actividades económicas las empresas que lo hacen en forma saludable, diferenciándolas de aquellas que aquejan debilidades en tal financiamiento. El factor normativo es tratado con minuciosidad en los demás capítulos.

En el capítulo segundo se examina a la sociedad anónima, distinguiéndola como el instrumento más poderoso de captación de recursos para las inversiones directas, al inversionista que afronta los mayores riesgos de la actividad de dicha sociedad, o sea, el accionista, precisando sus modalidades, tanto individual como institucional.

Sobre la relación entre el objeto social, capital social y la acción en la sociedad anónima, se ocupa el tercer capítulo, analiza sus elementos y reconoce los derechos que contiene como el aspecto esencial de atracción de los inversionistas para financiar su objeto social. Justamente, por tal motivo el presente trabajo gira alrededor de los derechos que contiene o se encuentran incorporados a la acción.

En el cuarto capítulo se analiza los aspectos generales de los derechos corporativos (contenidos en la acción), se hace la diferencia entre los llamados derechos individuales o fundamentales del accionista con los derechos del accionista minoritario; asimismo, se clasifican dichos derechos fundamentales Se debe aclarar que la doctrina tradicional, a los derechos individuales, le denomina derechos fundamentales, con la aparición de las "acciones sin derecho a voto" y la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente, el término de "fundamentales" aparentemente se ha debilitado, motivo por lo cual se ha preferido denominarlos "derechos corporativos individuales" del accionista.

Dentro del capítulo quinto se desarrolla el derecho de participación en las utilidades, núcleo de la relación jurídica societaria, su determinación, sus manifestaciones como derecho abstracto y como derecho concreto, los límites a los privilegios contenidos en las acciones privilegiadas, el abuso de la negativa injustificada de la junta general de aprobar la distribución de las utilidades y el derecho a la rentabilidad del accionista.

El derecho de participación en el patrimonio resultante de la liquidación, se analiza en el capítulo sexto, ubicándolo como una de las etapas del proceso de extinción de las sociedades denominada "División del Haber Social", asimismo, se destaca, el cálculo de la "cuota de liquidación" y el límite de las preferencias incorporadas en las acciones privilegiadas.

En el capítulo sétimo se reflexiona sobre los derechos de asistencia y voto, reconociendo que, a pesar que parte de la doctrina la concibe como manifestaciones de un mismo derecho, la tendencia moderna es considerar al derecho de asistencia como autónomo. La aparición de las llamadas "acciones sin derecho a voto" pusieron de manifiesto la autonomía del derecho de asistencia con relación al derecho de voto. Respecto al propio derecho de voto, se destaca, su naturaleza, la unidad del voto, el cómputo, las exclusiones, los acuerdos, pactos y convenios sobre el ejercicio del derecho de voto, el voto plural, el voto acumulativo y las acciones sin derecho de voto.

Dentro del capítulo octavo se examina el derecho de suscripción preferente en caso de aumento de capital con nuevos aportes, identificándolo como medio de protección frente a la dilución de los derechos del accionista y del valor de las acciones, destacando los modelos legislativos de aplicación del derecho de suscripción preferente, la circulación de dicho derecho independientemente de la acción, el principio de proporcionalidad en el ejercicio de la suscripción preferente, casos de incompatibilidad entre el aumento de capital con el derecho de preferencia, exclusiones, el cuestionado derecho de acrecer, culminando con los medios alternativos de protección ante la dilución de las acciones como la prima de emisión, los deberes fiduciarios y el derecho de separación.

El derecho de impugnar los acuerdos sociales, se analiza en el capítulo noveno, destacando la nulidad en la formación de la voluntad colectiva y la nulidad por el contenido del Acuerdo, el mantenimiento de la condición del impugnante, detallándose los efectos de la sentencia respecto a los accionistas y terceros.

El derecho de información, uno de los derechos que modernamente tiene gran importancia, es tratado en el capítulo décimo, se precisa la relación que existe entre los datos y la información, las características de este derecho, los instrumento de información societaria, los modos de trasmitir la

información, la oportunidad del ejercicio de este derecho y sus límites, culminando con la relación entre el derecho de información y el deber de informar cuando las acciones se negocian en el mercado de vabres.

El derecho a la negociabilidad de las acciones, es examinado en el capítulo undécimo, explicando, las formalidades de su transferencia (vinculadas al carácter de título valor nominativo), la transferencia de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta, las cláusulas limitativas, restrictivas y prohibitivas de la transferencia de acciones y del derecho de negociarlas a través del mercado bursátil.

En el capítulo duodécimo se desarrolla el derecho a fiscalizar la gestión de los negocios sociales, detallando los sistemas de fiscalización, las auditorias externas y especiales, el ejercicio del derecho de fiscalizar mediante el ejercicio de otros derechos y la facultad de exigir auditorias.

Por último, dentro del capítulo decimotercero, se analiza el derecho de separación, destacando, la comparación con otras figuras jurídicas que conlleva el decaimiento de los efectos de un acuerdo de la junta general, las características, causales, legitimación, la declaración de separación, el ejercicio parcial del derecho, la valuación de la cuota de separación, pago de la cuota de separación y protección de los acreedores.

La presente tesis, no es éste un estudio que contiene un análisis neutral de determinadas instituciones jurídicas, sino, toma una posición que es reflejada en sus conclusiones y recomendaciones: hacer lo suficientemente atractivas a las acciones para que los emprendedores puedan financiar sus proyectos de inversión, proporcionando una serie de alternativas para un buen gobierno corporativo, buscando que las sociedades anónimas en el Perú, se encuentre en condiciones de desarrollar exitosamente sus actividades económicas, superando distintas crisis coyunturales de la economía nacional, y así contribuya al desarrollo del país, proporcionando empleo, generando divisas y contribuyendo con el erario nacional mediante el desembolso de sus tributos.

Lima, Septiembre de 2003

Capitulo I
LA INVERSIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

1. Aspectos preliminares

1.1. La descapitalización de las Empresas en el Perú

BARDELLA expresa que, en el Perú, el nivel promedio de endeudamiento de las entidades mercantiles, en relación con los recursos propios -entendiéndose por endeudamiento toda obligación con terceros sean ellos bancos o proveedores-, ha llegado a exceder ampliamente los coeficientes técnicos de seguridad[1]; en efecto, la utilización en exceso del tope de su capacidad de crédito, permite establecer que la crisis financiera por la que vienen atravesando dichas empresas no se debe sólo a la escasez de liquidez de la que economía que el Perú ha adolecido en los últimos años, sino, la falta de equilibrio de sus balances.

Por otro lado, las acreencias a corto plazo de la banca comercial, utilizado por las compañías para financiar innovaciones en activos fijos, se convierten inevitablemente, en créditos inmovilizados de difícil recuperación debido a que los compromisos a corto plazo del sector empresarial con los que se ha financiado dichos activos fijos, no pueden convertirse, según lo exigiría una satisfactoria congruencia de plazos, en capital de riesgo (acciones) o en obligaciones a largo plazo; ocasionando su crisis; asimismo ello repercute, no solo en la posibilidad de financiar nuevas inversiones y en el desarrollo económico y fiscal de cualquier país[2], sino que presiona el alza de intereses bancarios.

Es importante mencionar, que cualquier análisis sobre la capitalización o descapitalización de la empresa, no puede obviar el análisis del patrimonio de su organización jurídica, siendo las sociedades anónimas su organización jurídica más importante, tanto en la economía mundial como en la de nuestro país; así lo demuestran los datos proporcionados por III Censo Nacional de Empresas y Establecimientos 1993-1994 efectuado por el INEI, que hasta el 2003 no se ha efectuado otro similar, por ejemplo, las Sociedades Anónimas emplean el 49.4% de los 1'080,767 trabajadores que laboraban en el país, seguido por los negocios personales con 24.9% y las Sociedades Comerciales de Responsabilidad Limitada con el 6%; respecto a los establecimientos comerciales, las sociedades anónimas son titulares de 20,633 establecimientos, mientras las Sociedades Comerciales de Responsabilidad Limitada son titulares de 13,176 establecimientos[3].

1.2. Determinación del Problema

De lo expresado anteriormente, se destaca una interrogante: ¿Qué factores han contribuido al "bajo nivel de capitalización" de las sociedades anónimas en el Perú y que han ocasionado, además del atraso en materia económica del país, su salida del mercado?

---

[1] BARDELLA, Gianfranco. Apuntes de Técnica Bancaria. IPAE. Pág. 66
[2] BARDELLA, Gianfranco. Obra Citada Pág. 67
[3] INEI. III Censo Nac. de Empresas y Est. 1993 y 1994. http:www.inei.gop.pe/bancocua/20009 y 20010

1.3. Hipótesis

Frente a esta interrogante se debe formular, preliminarmente, la siguiente hipótesis: Los factores del "bajo nivel de capitalización" pueden ser de diversa naturaleza: de naturaleza cognitiva de sus administradores y/o accionistas mayoritarios, así tenemos su formación profesional circunscrita solamente al financiamiento de la actividad empresarial mediante endeudamiento con bancos, proveedores y no mediante la emisión de acciones; de naturaleza cultural de las personas que controlan la sociedad anónima, así tenemos a la idiosincrasia del empresariado peruano; de naturaleza social, como la conformación de sociedades anónimas basados en grupos familiares cerrados y reacios para abrir su accionariado a nuevos socios; de naturaleza política y económica, entre las que tenemos: la estructura del financiamiento de las operaciones sustentada principalmente en el crédito bancario y de terceros, las políticas económicas mercantilista aplicadas al país en los años 1970-1990, el fenómeno inflacionario, la política económica neoliberal de los años 1990 a la fecha, el débil desarrollo del mercado de capitales y la falta de capacidad adquisitiva de la población; finalmente, de naturaleza normativa societaria que ha consolidado la situación antes mencionada y que se analizará detalladamente en este trabajo.

El bajo nivel de capitalización de la sociedad anónima es probable que haya sido una de las causas más importantes de la falta de desarrollo económico del país y quizá una de las causas mas frecuentes de la salida del mercado de la mayoría de sociedades anónimas.

1.4. Universo y Muestra

Para poder llegar a comprobar la certeza de nuestra suposición debemos medir sus variables, para lo cual el universo son todas las sociedades anónimas existentes en el país, pero realizar la medición en todas ellas es de extrema dificultad[4], por ello la medición se hizo sobre las sociedades anónimas que, en los procesos de insolvencia tramitados ante INDECOPI en la ciudad de Lima entre 1993 y 1998, fueron declaradas en disolución y liquidación[5]. Estas fueron 101 sociedades anónimas, o sea, 101 expedientes; de estos expedientes solo se pudo tener acceso a 84, constituyendo el 83.16% del total del segmento tomado como muestra total; asimismo, en los expedientes que se obtuvo la mayor cantidad de datos fueron 70, que constituye el 69.30% del segmento tomado como muestra total; lo que significa que esta muestra es representativa.

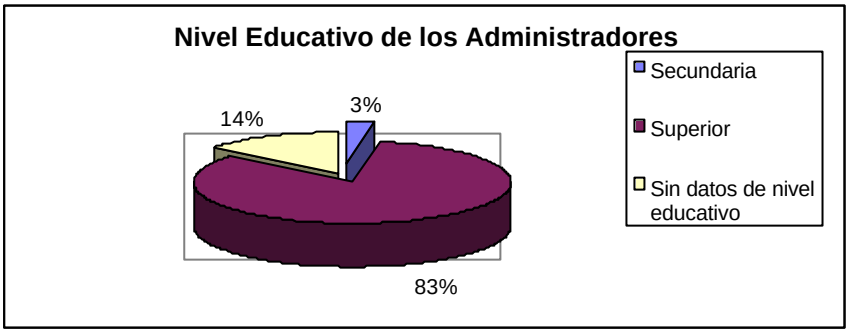
1.5. Variables

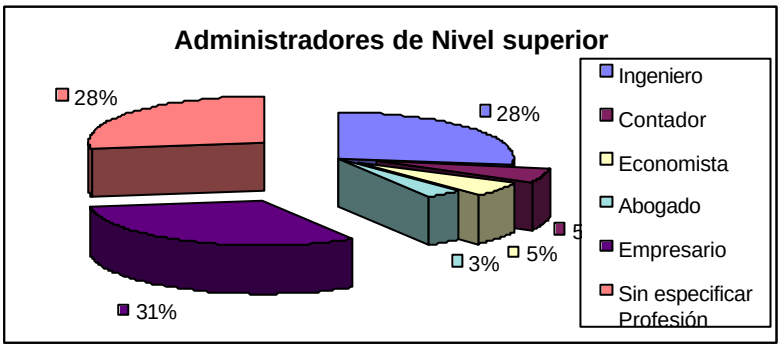
La medición de las variables antes mencionadas se expone sumariamente a continuación:

1.5.1. Variable de naturaleza cognitiva sustentada en formación profesional de sus administradores y/o accionistas mayoritarios, circunscrita destacadamente al financiamiento de la actividad empresarial mediante endeudamiento con bancos, proveedores y no mediante la emisión de acciones

[4] Por el costo de acceso a la información.
[5] Como el estudiante de medicina lo hace respecto a los cadáveres.

De la recopilación de datos encontramos que a pesar que el 83% de los administradores o accionistas que controlan las sociedades anónimas que constituyen la muestra estudiada, tienen como nivel educativo superior; en especial, las carreras de ingenierías, en dichas facultades, las asignaturas universitarias de administración financiera no ponen énfasis en el equilibrio financiero de la marcha del negocio, que se basa en la comprensión de la diferencia sustancial entre el financiamiento mediante préstamos comerciales y el financiamiento mediante emisión de acciones (el primero se debe retribuir en forma fija con los intereses y la devolución del capital, así existan pérdidas transitorias, mientras que los accionistas son retribuidos sólo cuando existan utilidades y se acuerde el reparto de éstas en junta general); ello significa que la baja capitalización de las empresas estudiadas tiene como uno de los factores la deficiente formación profesional de los que controlan la Sociedad Anónima[6].



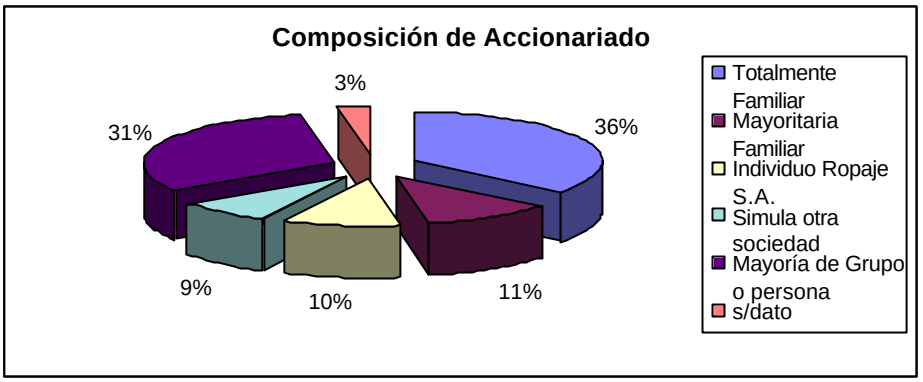


1.5.2. Variable de naturaleza social, relacionado a la conformación de sociedades anónimas basados en grupos familiares cerrados reacios para abrir su accionariado a nuevos socios

En aproximadamente 60.00 % de las empresas analizadas, la baja capitalización por diminuta emisión de acciones, tiene como soporte el

[6] De los expedientes (70) de las empresas que fueron declaradas en liquidación en los procesos de insolvencia en INDECOPI, se recogió como dato que la formación de los promotores, administradores y accionistas mayoritarios, el 83% de ellos tienen grado superior; asimismo, de este sector la profesión mayoritaria es la de ingeniero, el 28%. Entrevistando mediante cuestionarios a docentes representativos de dicha profesión (decano de la Facultad de Ingeniería Industrial de San Marcos en1998 y un docente de la U. Ricardo Palma) se ha recogido como datos, que éstos han sido formados ligados con la actividad de la producción y que cuando en algunas de las ingenierías estudian la actividad administrativa de las empresas, estudian la emisión de acciones tan solo como una forma de las múltiples técnicas de financiamiento, y quizás como la menos importante.

carácter familiar del accionariado[7]. En el punto 4.3.2.4 de este capítulo se tratará en extenso.



1.5.3. Variable de naturaleza cultural de las personas que controlan la sociedad anónima, referido a la idiosincrasia del empresariado peruano.

De la comparación de la declaración de personajes representativos de los gremios empresariales y para determinar el origen de naturaleza cultural de la baja capitalización de las empresas estudiadas, se encontró diferencias entre la concepción de los administradores de las empresas transnacionales domiciliadas en el Perú y los administradores de las empresas oriundas del país. Los primeros se preocupan del financiamiento de sus proyectos de inversión mediante la emisión de acciones colocándolos en el mercado de valores; mientras que la mayoría de los administradores de las empresas oriundas o nacionales, se resisten a imaginar que a sus empresas ingresen como accionistas personas que no sean de su entorno familiar, por ello, se resisten a imaginar que, el financiamiento de sus proyectos, pueda efectuarse mediante la emisión y colocación a terceros o al público de nuevas acciones[8]. En el punto 5.3 del presente capítulo se efectúa el análisis respectivo.

1.5.4. Variable de naturaleza económica manifestándose en la existencia de una Estructura del Financiamiento de las operaciones de las sociedades anónimas, sustentadas principalmente en el crédito bancario y de terceros.

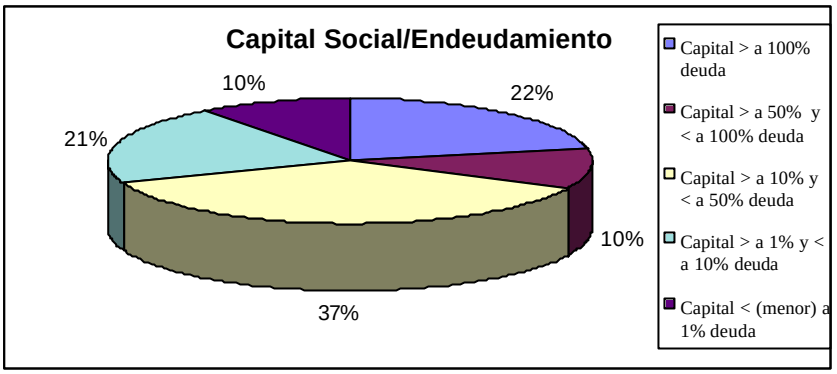
En el 78% de las sociedades anónimas analizadas, la baja capitalización se manifiesta en el financiamiento de su objeto social, el cual se encontraba constituido por créditos bancarios y de proveedores; el costo de este financiamiento trajo como consecuencia su salida del mercado[9]. El análisis de estos datos se realiza en el punto 4.1.2.2 de este capítulo.

---

[7] De los expedientes (70) de las empresas que fueron declaradas en liquidación en los procesos de insolvencia en INDECOPI, se recogió como dato que un porcentaje relevante de la sociedad anónima es totalmente familiar (36%), si le adicionamos a las sociedades mayoritariamente familiar (11%), llegarían hasta el 47% las empresas de carácter familiar. Si no computamos a las Sociedades que en el fondo usan el ropaje social por una persona individual o de otra sociedad anónima, la sociedad anónima familiar alcanza el 60%.

[8] Mediante la técnica documental de artículos periodísticos y el método comparativo causal se ha recogido como datos la concepción de los administradores de las empresas transnacionales y de los administradores de las empresas oriundas o nacionales.

[9] De 68 expedientes de las empresas que fueron declaradas en liquidación en los procesos de insolvencia en INDECOPI, se obtuvieron como datos los siguientes: el 22% de empresas en liquidación su capital social ha sido mayor al endeudamiento comercial, ello significa que su salida del mercado se ha debido a otras causas ajenas al bajo nivel de capitalización como pérdida de mercado, pérdidas acumuladas etc. Respecto a la mayoría de empresas examinadas, el 78%, el endeudamiento comercial ha sido mayor que el capital social con las siguientes escalas resultantes: El 68% de Empresas su capital social no llega a cubrir la mitad de sus deudas comerciales; El 31%



1.5.5. Variable de naturaleza económica expresado en el débil Desarrollo del Mercado de Valores.

De la revisión de datos en publicaciones periodísticas se acopia que en el Mercado Bursátil (entre 1995 y 1997) tan sólo el 0.16% de todas las sociedades que emiten acciones, negocian en Bolsa y en el 2002 los datos son más dramáticos, pues las entidades emisoras son apenas el 0.09% del total de sociedades anónimas existentes, es por ello que, existe una escasa oferta de títulos (acciones) que tengan la liquidez suficiente (facilidad de su negociabilidad) como para satisfacer la demanda de un inversionista que puede comprar un bloque relativamente cuantioso para posteriormente venderla, es por ello que de dice que la plaza limeña es insuficiente como fuente de capitalización de las empresas, situación que se analizan en los puntos 4.1.2.3 y 4.3.2.3 de este capítulo.

1.5.6. Otras Variables de naturaleza económica como la reflejada en el fenómeno inflacionario y en la falta de Capacidad Adquisitiva de la población, se tratarán en los puntos 4.3.2.1 y 4.3.2.5 del presente capítulo.

1.5.7. Variables de naturaleza política manifestada en las políticas Mercantilistas de las décadas de los 70 y 80 mediante el otorgamiento de los créditos de fomento y su radical cambio a la Política económica neoliberal de los años 1990 a la fecha.

Los datos Estadísticos tomadas del Ministerio de Economía y Finanzas, expresan que desde 1991 se aplica un arancel "cuasi flat" de 15% con dispersión de 5 puntos y algunos pocos sectores al 25%, por lo que, si en Julio de 1990 la protección arancelaria era del 75%, en el Periodo de 1991 a 1996 bajó a 17%, no pudiendo muchas empresas adecuar sus costos para competir con los productos importados que originaron su salida del mercado. Hasta abril del 2001 el promedio de la tasa arancelaria era de 13.5%, en la actualidad es del 11.5%

---

de empresas su capital social no llega ni a la décima parte del endeudamiento comercial. Para el acopio de estos datos no se ha tomado en cuenta las deudas tributarias, laborales, ni el arrastre de pérdidas de ejercicios económicos anteriores.

1.5.8. Variable de naturaleza normativa

Esta variable se manifiesta en la existencia de normas que han desincentivado inversionistas a colocar su capital en acciones: El sistema tributario nos merece un breve análisis que se efectúa en el punto 4.3.2.2 de este capítulo; y principalmente, la existencia de las normas societarias que han generando desconfianza en los inversionistas ya que han servido para consolidar a una clase empresarial culturalmente limitada, sustentada en el carácter familiar de la composición accionaria de las sociedades anónimas y que se refleja en el hecho de su ambigüedad para defender el principio que "si se quiere obtener capitales que asuman las pérdidas de los ejercicios económicos, se le debe asegurar que cuando existan utilidades, éstas les sean distribuidas"; del mismo modo se podrá decir respecto al derecho de información y a la transparencia de la gestión social, no existen normas que aseguren la información de la situación patrimonial al momento de ejercer su derecho a negociar sus acciones, ni de los futuros accionistas, a fin de tomar las decisiones más eficientes. Se debe precisar que el fundamento de la presente tesis es esta variable y en particular los derechos fundamentales del accionista.

2. La inversión como fase del proceso económico.

El hombre para satisfacer sus necesidades realiza una serie de actividades económicas, las cuales conforman determinadas fases de un conjunto de hechos y actividades que se denomina "Proceso Económico", estas fases son: producción, circulación, distribución, consumo, ahorro, inversión; tal enumeración no significa una descripción de las etapas de un proceso que se inicia en la producción y termina en la inversión, sino que constituye un circuito, pues la inversión tiene como destino la producción y ésta la circulación, etc.. El ahorro, es la postergación del consumo, el cual sirve para financiar la creación de capital a largo plazo[10], o sea, la inversión.

CEPAL dice que, América Latina, para avanzar sostenidamente hacia el desarrollo, necesita aumentar substancialmente sus tasas de ahorro e inversión; asimismo señalan, que lo que urge en la región, es incrementar la capacidad de ahorro interno[11]. Por ello, los países deben alentar el aumento de dicho ahorro, ya que financiarían en una proporción mayor la inversión, de esa manera se requerirá menos del ahorro externo para el crecimiento económico[12].

Las inversiones resultan indispensables para el progreso de toda Nación; posibilitan la creación de nuevas fuentes de trabajo, la modernización del país y mejoran el nivel de vida poblacional. Convierten al país y a sus empresas en hábiles para competir en los mercados internacionales[13].

La necesidad de una asignación más eficiente de los recursos de la economía, el financiamiento de la inversión productiva, la canalización del ahorro interno y la

[10] MOREYRA L., Manuel. "Ahorro, moneda y confianza". El Comercio 11/04/1996. Pág A-3
[11] CRÓNICAS DE LA CEPAL. El Peruano 20/06/96. Suplemento Economía & Derecho
[12] "Gestión" - Entrevista al ex ministro de Economía de Argentina, Domingo Cavallo. 29/10/96. Págs. 21
[13] GAGLIARDO, Mariano. "Derecho Societario. Buenos Aires: Ad_Hoc, 1992. 262p. 23 cm. Págs 131

atracción del ahorro externo, convierten al mercado de capitales en un elemento clave dentro del proceso ahorro inversión del país[14].

El mercado de capitales es aquél en el que se movilizan recursos a mediano y largo plazo, cuyo objeto es facilitar y agilizar el financiamiento de la inversión[15]. Dicho "mercado de capitales" es el marco adecuado para que la sociedad anónima obtenga los recursos financieros necesarios para llevar adelante los proyectos de inversión de mediano y largo plazo[16], o sea, el financiamiento de todo o parte del objeto social.

El mercado de valores permite que las sociedades anónimas financien su actividad económica colocando sus acciones en el segmento primario y su posterior negociación en el secundario[17]. Dicho mercado es el mecanismo de financiamiento directo que permite que las empresas puedan obtener recursos a un menor costo, y los inversionistas tengan mayores alternativas[18]. En una economía global también las empresas compiten por atraer estos recursos financieros, tanto extranjeros como locales[19].

3. El ahorro e inversión en el Perú

3.1 El Ahorro interno

Los países más prósperos del planeta tienen como común denominador una tasa fortísima de ahorro, en Corea del Sur, esta capacidad de ahorro ha llegado hasta el 40% del total de producción de bienes y servicios, conocido con el nombre de Producto Bruto Interno (PBI)[20]. Chile en 1996 ha llegado a la envidiable cifra del 30% del PBI[21].

En el Perú, en 1996, apenas se bordeó los 17% y en 1997 cerca del 19%; ello ha impedido invertir las cantidades necesarias para promover el desarrollo nacional. Susana de la Puente expresa que el ahorro es bajo, aunque ha subido considerablemente respecto a la década de los 80, que era equivalente al 8% del producto bruto interno y las cifras de mediados de la década de los 90 demuestran que llegó cerca al 19%, lo cual constituyó un triunfo en ese sentido, pero todavía era bajo para hacer frente a un crecimiento del 5% al 6% anual en los siguientes años[22].

El Presidente del BCR en 1997, Germán Suárez Chávez dijo que el ahorro interno era insuficiente para enfrentar las necesidades de inversión que requiere a mediano plazo el país, existiendo desbalances entre la oferta de recursos

---

[14] CONASEV. Suplemento comercial. "Semana de protección y educación al Inversionista". Empresa editora "El Comercio". Lima - Perú. 29/03/98. Pág. 2.
[15] DE LA ROCHA, Julio César. La Integración de los Mercados de Capitales en el Grupo Andino. Universidad de Lima, Lima 1993. Pág. 43
[16] GAGLIARDO, Mariano. Obra Citada. Pág 131
[17] GAGLIARDO, Mariano. Obra Citada Págs 131
[18] EL PERUANO/ Economía. 02/01/97. Pág B-4
[19] DE LA PUENTE WIESSE, Susana. Mercado de Capitales XXXIII Conferencia Anual de Ejecutivos CADE 95 "Perú Empresa, hacia una sociedad para el crecimiento" IPAE del 1 al 4 de Noviembre de 1995. Pág. 281
[20] INSTITUTO DE DESARROLLO HUMANO (INDEHU). Ahorrar e invertir para vencer la pobreza. Decálogo del desarrollo. Encarte coleccionables Nº 10, El Comercio, Lima 1998.
[21] El Peruano, 10/03/97.
[22] DE LA PUENTE WIESSE, Susana. Obra Citada Pág. 283

(ahorros) y la demanda de ellos[23]; considera que dicho ahorro debería estar alrededor del 30%[24].

La evolución del ahorro interno en los últimos años lo ilustramos con el siguiente cuadro:

AHORRO INTERNO (Porcentaje PBI-Fuente BCRP)

AÑO	PUBLICO	PRIVADO	TOTAL
1993	1.8	10.7	12.5
1994	2.9	13.3	16.2
1995	2.0	14.2	16.2
1996	3.1	13.2	16.3
1997	4.2	14.0	18.2
1998	3.0	14.7	17.7
1999	3.1	15.6	18.6
2000	2.9	14.3	17.2
2001	2.3	14.1	16.4
2002	2.3	14.2	16.5

3.2 Inversión Nacional

Para la economía nacional, la inversión —o formación bruta de capital en términos de contabilidad nacional— supone un aumento del *stock* de capital real del país, sobre todo del productivo, como fábricas, maquinaria o medios de transporte, por ejemplo, así como el aumento del capital humano como mano de obra cualificada. Si excluimos de dicha contabilidad la variación de inventarios estamos hablando de formación bruta de capital fijo. Si tenemos en cuenta la depreciación (el consumo del capital), hablamos de formación neta de capital. Así pues, aunque la compra de un automóvil por un individuo particular no constituye inversión nacional, la compra de medios de transporte por una empresa sí será considerada como inversión porque se utilizará para aumentar el capital productivo de la comunidad. Existe una excepción importante: la compra de vivienda nueva sí se considera formación bruta de capital, aunque su utilización no aumenta el producto nacional.

La relación ahorro - inversión en el periodo antes mencionado, lo detallamos a continuación:

INVERSIÓN AHORRO (Porcentaje PBI-Fuente BCRP)

Año	Inversión	Ahorro
1993	18.5	12.5
1994	22.0	16.2
1995	24.3	16.2
1996	23.5	16.3
1997	24.6	18.2
1998	24.2	17.7
1999	21.0	18.6
2000	19.0	17.2
2001	17.7	16.4
2002	18.9	16.5

[23] El Peruano, 3/04/97. Pág. B1.
[24] EL COMERCIO 3.04.97. Pag. A-4

Bajo dichas condiciones, el país se ve obligado a depender de las inversiones extranjeras, que no vienen a ser otra cosa que el ahorro de esos países; esto significa que en esta situación nuestro crecimiento se trastorna si por algún motivo la inversión extranjera se paraliza[25], como es lo que viene ocurriendo.

Susana de la Puente Wiese considera que si bien es cierto que el capital extranjero es importante, sin embargo, es extremadamente preponderante que los inversionistas peruanos jueguen un papel en esta parte del proceso[26].

3.3 Inversión Extranjera

Por la falta de ahorros internamente generados, el Perú y América Latina, todavía dependen excesivamente del capital extranjero, así lo declara Ricardo Hansmann, en 1997, Economista del BID [27].

Solo a manera de referencia, observamos que en septiembre de 1996, la valorización de las acciones en poder de los inversionistas extranjeros en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) totalizó US $ 3,408.6 millones; la valorización total en anotaciones en cuenta de la Caja de Valores y Liquidaciones (CAVALI) al cierre de dicho mes, acumuló US $ 4,981.14 millones[28]; la inversión extranjera al 31 de diciembre de 1996 fue de US $ 3,009.10 millones y la valorización total en anotaciones en cuenta fue US $ 4,675.82 millones. En Diciembre de 1,997 la inversión extranjera en Bolsa fue de US $ 3,545.95 millones, y la inversión total de acciones anotadas en cuenta en CAVALI fue de US $ 6,247.45. En el año 2001 la inversión extranjera se encontraban registradas era de US$ 2,425.39 millones y la inversión total registrada en CAVALI en anotaciones en cuenta fue de US $ 5,992.67 millones y en el año 2002 la inversión extranjera registrada en CAVALI era de US $ 2,960.94, la inversión total registrada en anotaciones en cuenta fue de US $ 6,088.26 millones (Fuente CAVALI).

El Stock total de la Inversión Acumulada al 31 de diciembre de 1996 registrado por CONITE fue S/.6,259.73 millones; en 1997 la inversión extranjera directa (Fuente CONITE) fue de US$ 7,281 millones; en 1998 fue de US$ 8,081 millones; en 1999 fue de US$ 9,464 millones; en el año 2000 llegó a US$ 10,177 millones; en el 2001 US $ 10,680 millones y en el año 2002 US $ 11,028 millones.

De los datos antes mencionados, se puede apreciar tres hechos de suma importancia: el primero, que los inversionistas extranjeros en los años de mayor inversión en el país detentaron la mayoría de acciones del total de las acciones inscritas en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores (CAVALI) y que por lo tanto cotizan en la Bolsa de Valores de Lima; el segundo hecho relevante es que, casi la mayor parte de la inversión extranjera no utiliza el

[25] INSTITUTO DE DESARROLLO HUMANO (INDEHU). Obra citada
[26] El Peruano / Economía. 24/01/1997. Pág B-4
[27] GESTION 19/03/97, Pag. 20.
[28] Gestión- Finanzas. 17/10/96. Pág 29
[29] Gestión .08/01/97. Pág 17

Mercado de Valores para la colocación de sus capitales, lo que significa, que si pretende incentivar las inversiones extranjeras, no sólo se debe considerar a las acciones que listan en Bolsa; y tercero, la existencia de una tendencia coyuntural, que puede convertirse en permanente, de menor atracción de la inversión extranjera.

3.4 Capitalización Bursátil

La capitalización bursátil es el valor de la totalidad de acciones en circulación a precio de mercado a una fecha determinada. En el Perú el mes de Octubre de 1995 registró una capitalización bursátil 12% del PBI, mientras que en México el 19% del PBI y Chile el 62% del PBI [30]

El Informe del Banco de Inversión Morgan Stanley[31], señala que la capitalización bursátil en el Perú, en septiembre de 1996 representó el 25% del PBI, mientras que en Chile 105%, Malasia 311%, Hong Kong 190% y México 46%. En bs años posteriores, la capitalización en el Perú fue del 29.4% del PBI en 1997, 19.4% del PBI en 1998, 25.9 % del PBI en 1999; 19.6% del PBI en el 2000, 18.5% en el 2001, y 23.2% del PBI en el 2002. La afirmación de dicho Banco de Inversión se encuentra vigente, cuando consideran que, "si bien es cierto que en estos últimos años, el mercado bursátil peruano ha crecido considerablemente por la rentabilidad que venía ofreciendo, dicho desarrollo no es comparable con el registrado en otros países de la región".

4. La estructura del Financiamiento de los Proyectos de Inversión

El empresario, con la finalidad de financiar un proyecto de inversión, el incremento de la producción o la capacidad instalada de su empresa, debe tomar una primera decisión: si procede a financiar mediante participación patrimonial o mediante endeudamiento[33]. ASCARELLI menciona que el capital puede ser reunido por el empresario por medio de mutuo, de comodato, de arrendamiento, esto es, haciéndose trasmitir la propiedad o el uso del mismo por los terceros; o por el contrario, puede recurrirse a la forma asociativa. "En el primer caso, el riesgo es todo del empresario y también lo es todo el provecho; el empresario remunera con un precio de arrendamiento o un interés al tercero, el cual tendrá siempre derecho a la restitución de cuanto ha dado; en el segundo caso, en cambio, el riesgo y provecho son de todos los demás"[34].

4.1 Fuentes de Financiamiento

Desde el punto de vista económico, para el financiamiento de los proyectos de inversión, los empresarios cuentan con recursos de financiación interna y recursos de financiación externa.

---

[30] LLERENA IBÁÑEZ, Alejandro. Resumen Reproducido de la Conferencia de Susana De La Puente Wiese (J.P. Morgan). "El Peruano". 15/11/95. Págs B-6 y B-7
[31] "GESTION" del 30/09/96 . Pág 27
[32] El Peruano / Economía. 24/01/1997. Pág B-4
[33] RIVAS GÓMEZ, Víctor. El Crédito en los Bancos Comerciales". Ediciones ARITA. Lima 1983. Pag. 104
[34] ASCARELLI, Tullio. "Sociedades y Asociaciones Comerciales". Ediar Editores. Buenos Aires 1947. Pag. 4

4.1.1 Financiación Interna

Los **recursos de financiación interna,** denominado "autofinanciamiento", es el conjunto de medios financieros generados por las empresas mediante su propia actividad, que pueden ser retenidos dentro de sí, incorporándose a su capital o utilizados durante cierto tiempo.

Con mayor precisión se puede expresar que el autofinanciamiento o autofinanciación es un proceso mediante el cual, las empresas generan con su propia actividad, los recursos que posteriormente utilizan para la cobertura de parte del valor de sus inversiones en activos. La empresa retiene a titulo de amortización, depreciación[35] y reservas, una parte de los recursos que la actividad productiva hace afluir, diariamente a su caja[36]

a. **Depreciaciones.-** Las depreciaciones son provisiones que se hacen del costo de un bien tangible, en cada uno de los años de su vida útil. Dichas provisiones suelen ser una parte del costo mencionado, de forma tal, que al finalizar la vida calculada de dicho bien, solo queda su valor de rescate. El artículo 37 del Decreto Legislativo 774 señala que se deprecian los bienes del activo fijo y las existencias.

b. **Amortizaciones.-**Las amortizaciones son provisiones que se hace del costo de un bien intangible, se efectúa mediante la división del importe de estos bienes en cantidades periódicas durante el tiempo de su existencia o del tiempo en que sus beneficios son aprovechados. Se amortizan los activos intangibles como el valor de los Proyectos de inversión ejecutados, el derecho de llaves, procedimientos de fabricación, marcas, patentes de invención y otros. De acuerdo a lo señalado en el artículo 44 del Decreto Legislativo 774, los activos intangibles se amortizan, siendo deducibles para la determinación de la renta imponible del impuesto a la renta, salvo excepciones.

c. **Utilidades no distribuidas.-** Las utilidades no distribuidas representan la parte de la utilidad que no se reparte en forma de dividendos en efectivo, sino que se mantiene dentro de la empresa en forma de reserva, como una cuenta transitoria de utilidades no sistribuidas o se capitaliza y se entrega en forma de acciones. Como ejemplo de utilidad no distribuida es la parte de la renta que se reinvierte, con la ventaja que el que la Estado resulta aportando parte del valor de la reinversión, vía menores impuestos (por ejemplo en la actividad minera)[37].

La autofinanciación de las empresas importa un sacrificio inmediato del accionista, que se ve privado de una utilidad que de otro modo le debía ser

[35] El artículo 228 de la Ley General de Sociedades dispone que los bienes del activo son amortizados o depreciados anualmente en proporción al tiempo de su vida útil y a la disminución de valor que sufran por su uso o disfrute. Este dispositivo no diferencia que clase de bienes del activo se amortiza y que se deprecian; la ley del Impuesto a la Renta si lo efectúa.
[36] RIVAS GÓMEZ, Víctor. Obra citada. Págs. 89 y 99
[37] RIVAS GÓMEZ, Víctor. Obra citada. Pag. 92

entregada; la finalidad es de aumentar o constituir reservas para la prosecución o ampliación de los negocios sociales[38].

4.1.2 Financiación externa

Los **recursos** de **financiación externa** están constituidos por dos formas de financiamiento, la **aportación** de recursos de los socios y el **endeudamiento.**

4.1.2.1 Aporte de Recursos de los socios

La aportación de recursos de los socios se efectúa mediante la creación de nuevas acciones de capital y colocación de éstas en determinado entorno o el mercado (emisión).

4.1.2.2 Endeudamiento o préstamo bancario

Muchas de las necesidades de las empresas a corto plazo, y algunas a largo plazo, son cubiertas por medio de préstamos bancarios tanto en las compañías gigantes como en las más pequeñas[39].

El negocio principal de los Bancos comerciales consiste en otorgar créditos por caja o colocaciones, para financiar a corto plazo el capital de trabajo de las empresas[40], o sea, créditos a un plazo máximo que, en la mayoría de los países, oscila entre uno y dos años.

Una empresa cuenta con capital de trabajo, solo en la medida en que los capitales permanentes, constituido por aportes, beneficios no distribuidos de accionistas y obligaciones a mediano y largo plazo, sean mayores que el valor de las "inmovilizaciones", constituido por activos no destinados a la venta directa ni a generar ingresos de manera directa, como maquinaria para producir mercancía que es giro del negocio, terrenos donde se ubica la planta, valores mobiliarios emitidos por otras empresas, cuentas por cobrar y existencias realizables en plazo mayor al año[41]; como se aprecia, el capital de trabajo es el que está formado por inversiones que rotan constantemente, en las operaciones de la empresa, dando lugar a la generación de ingresos por ventas y a la producción de utilidades[42].

En el financiamiento a corto plazo, para capital de trabajo, actividad principal de los bancos comerciales, debe observarse de la manera más rigurosa posible el principio según el cual, las inversiones de una empresa deben ser cubiertas con recursos de la misma naturaleza financiera, o sea, con recursos obtenidos a corto plazo o giro del negocio[43]; pero en la práctica, mediante sucesivas renovaciones de una misma operación, el plazo llega a ser mucho más dilatado y hasta de carácter permanente[44], suplantando la falta de capital propio de dichas empresas.

---

[38] ODRIOZOLA, Carlos S. Estudios de Derecho Societario. Editorial Cangallo S.A, Buenos Aires 1971 Pags. 35 y 37
[39] LIPSEY, Richard G. Introducción en la economía positiva. Editorial Vicens-Vives. Primera reedición. Barcelona 1975. (España). Pag. 229
[40] RIVAS GOMEZ, Víctor. Obra citada. Páginas 112 y 113
[41] RIVAS GOMEZ, Víctor. Obra citada. Página 143
[42] RIVAS GOMEZ, Víctor. Obra citada. Página 113
[43] RIVAS GOMEZ, Víctor. Obra citada. Página 146
[44] BARDELLA, Gianfranco. Obra citada. Página 137

La banca comercial, mediante su respaldo crediticio no debe, en línea general, suplir a una insuficiencia permanente de los fondos de que dispone una empresa y sólo debe representar un complemento que le permita hacer frente a una insuficiencia momentánea. La financiación de una empresa, cualquiera pueda ser su ramo de actividad, debe descansar, en primer lugar, sobre los fondos propios de la misma y en segundo lugar, sobre el crédito que pueda conseguir.
Los fondos propios (integrados por aportes de sus accionistas y eventualmente créditos a largo plazo) deberían hacer frente no solamente al Activo Fijo, lo que es indispensable, sino también a esa parte del activo circulante, o capital de trabajo, menos circulable que está representado por las existencias.

Si la empresa ha logrado financiar su activo fijo y la parte más permanente de su activo circulante mediante fondos propios, podrá acudir al crédito a corto plazo para atender a las necesidades derivadas de las facilidades de crédito otorgadas a su clientela[45]; este capital será la materia de su financiamiento y de su rotación operativa, resultarán los ingresos para el reembolso, o sea para el pago del préstamo mas los intereses.

Las tasas de interés que en los últimos años cobra la banca comercial en nuestro país, a pesar de ser mas bajas que las décadas pasadas, manifiesta la imposibilidad de financiar la actividad de la empresa cuyos recursos se generan a largo plazo, mediante créditos bancarios ordinarios estructurados para financiar el capital de trabajo, tal como lo enuncia el siguiente cuadro.

TASAS DE INTERES GENERAL % (BCRP. Bloomberg)			
	2000	**2001**	**2002**
TAMN (Tasa de Interés Activa en Moneda Nacional)	30.00	25.00	20.80
TIPMN (Tasa de Interés Pasiva en Moneda Nacional)	09.80	07.50	03.50
TAMEX (Tasa de Interés Activa en Moneda Extranjera)	13.70	12.10	10.00
TIPMEX (Tasa de Interés Pasiva en Moneda Extranjera)	04.70	03.50	01.60

La estructura de la cartera atrasada de los Bancos es bastante significativa, si tenemos en cuenta que los créditos renegociados no figuran en el cuadro que a continuación se muestra ya que su vencimiento a sido diferido en el tiempo.

[45] BARDELLA, Gianfranco. Obra citada. Página 140

BANCA MÚLTIPLE
ESTRUCTURA DE LA CARTERA ATRASADA
SALDOS A FIN DE MES (EN MILES DE NUEVOS SOLES)

FECHA	CREDITOS VENCIDOS		CREDITOS EN COBRANZA JUDICIAL		T O T A L (1)		TOTAL COLOCACIONES BRUTAS (2)	(1)/ (2)
	Monto	%	Monto	%	Monto	%		%
1 9 9 4 Mar .	228 513	30.8	512 501	69.2	741 014	100.0	8 524 341	8.7
Jun .	212 708	27.0	574 198	73.0	786 906	100.0	9 755 516	8.1
Set .	225 499	27.7	587 207	72.3	812 706	100.0	11 033 153	7.4
Dic .	281 211	32.9	574 004	67.1	855 215	100.0	12 224 042	7.0
1 9 9 5 Mar .	349 512	37.5	581 690	62.5	931 202	100.0	14 078 900	6.6
Jun .	327 523	35.2	601 640	64.8	929 163	100.0	15 241 230	6.1
Set .	322 206	33.9	627 992	66.1	950 198	100.0	16 448 870	5.8
Dic .	310 140	35.6	561 082	64.4	871 222	100.0	18 074 925	4.8
1 9 9 6 Mar .	325 179	31.5	707 825	68.5	1 033 004	100.0	20 383 579	5.1
Jun.	457 013	40.1	681 713	59.9	1 138 726	100.0	22 803 054	5.0
Set.	583 389	43.9	746 341	56.1	1 329 730	100.0	24 456 105	5.4
Dic.	600 502	42.4	816 339	57.6	1 416 841	100.0	27 151 196	5.2
1 9 9 7 Mar .	708 013	42.6	954 122	57.4	1 662 135	100.0	29 289 558	5.7
Jun.	738 214	42.2	1 012 696	57.8	1 750 910	100.0	31 813 450	5.5
Set.	800 185	42.3	1 091 066	57.7	1 891 251	100.0	33 233 861	5.7
Dic.	724 801	39.5	1 112 013	60.5	1 836 814	100.0	36 249 923	5.1
1 9 9 8 Mar.	948 639	41.6	1 329 404	58.4	2 278 043	100.0	38 245 756	6.0
Jun.	1 059 133	42.0	1 463 363	58.0	2 522 496	100.0	41 412 343	6.1
Set.	1 288 771	44.3	1 621 647	55.7	2 910 418	100.0	43 646 568	6.7
Dic.	1 421 956	45.8	1 679 373	54.2	3 101 329	100.0	44 547 950	7.0
1 9 9 9 Mar.	2 273 126	51.8	2 118 061	48.2	4 391 187	100.0	47 083 156	9.3
Jun	2 097 457	46.4	2 424 883	53.6	4 522 340	100.0	43 824 241	10.3
Set.	1 601 203	44.2	2 021 739	55.8	3 622 942	100.0	41 785 282	8.7
Dic.	1 618 583	46.5	1 859 783	53.5	3 478366	100.0	41 762 074	8.3
2 0 0 0 Mar..	1 866 758	47.0	2 104 080	53.0	3 970 838	100.0	40 478 552	9.8
Jun..	1 876 204	45.6	2 241 092	54.4	4 117 296	100.0	40 977 338	10.0
Set..	1 944 056	47.0	2 196 169	53.0	4 140 225	100.0	40 031 810	10.3
Oct..	1 950 025	47.4	2 164 767	52.6	4 114 792	100.0	39 781 794	10.3

4.2.1.3 Mercado de Valores

El Mercado de valores es el centro donde se produce el intercambio de valores mobiliarios (activos financieros). Los mercados financieros a largo plazo se denominan de manera común mercados de capitales. Pero la diferencia fundamental entre los distintos mercados de valores viene dada por el hecho de que se emitan activos financieros (en cuyo caso se denomina mercado primario o de emisión), o que se negocien valores (llamado mercado secundario o de negociación)[46].

El mercado primario viene a ser un mercado de emisiones, pues en ella se realiza la primera colocación de los valores emitidos. El mercado secundario viene a ser un mercado de transacciones con los valores ya emitidos y que se negocian luego de la primera colocación, es un mercado de liquidez, en el que cada adquirente tiene la posibilidad de realización[47].

[46] "Mercado de valores," *Enciclopedia Microsoft® Encarta® 2000.* © 1993-1999 Microsoft Corporation.
[47] VIDAL RAMÍREZ, Fernando. Bolsa de Valores. Editorial Cuzco. Lima, 1987 Páginas 18 y 19

La oferta pública de valores de mayor relevancia es la primaria, pues, al contrario de la oferta secundaria, la primaria es un medio de captación de recursos por las entidades emisoras[48]. Por lo general, se establece una relación entre los mercados de emisión y los secundarios. Buena parte del éxito de los mercados de emisión se debe al buen funcionamiento y a la amplitud de los mercados secundarios. Un buen mercado secundario es la mejor garantía para la colocación de títulos en los mercados de emisión ya que aumentan mucho la liquidez de los mismos.[49]

Los valores que más se negocian son los siguientes:

a. Acciones

El carácter teóricamente trasmisible de la acción, consustancial a su naturaleza y a la de la sociedad anónima, por si solo no asegura el despliegue de su plena eficacia, ni en el ámbito jurídico, ni en el ámbito financiero, como complemento necesario de esa nota de trasmisibilidad, se hace precisa la existencia de una institución como la bolsa, merced a la cual tal nota cobre verdadera efectividad[50]

Existe una estrecha relación entre la Bolsa y la sociedad anónima desde el mismo comienzo de la existencia de ambas. Para Ramos Gascón, Garrigues es categórico al respecto, al expresar que "nacen al mismo tiempo la Bolsa y la sociedad anónima en Holanda, como hermanas gemelas de las cuales una proporciona a la otra los recursos necesarios. Por otra parte, la negociabilidad de la acción, facilitada por su cotización en Bolsa, viene representar uno de los principales pilares de la sociedad anónima, al convertirse las acciones en objeto de tráfico bursátil"[51]. La negociabilidad de un valor se refiere a la capacidad que tiene su poseedor de convertirlo en efectivo[52]

b. Los ADR's[53]

El American Depositary Receipts (ADR) es un certificado negociable que representa las acciones emitidas por una compañía no estadounidense.

Se trata de un documento de participación del capital de una empresa, que brinda a sus tenedores los derechos y obligaciones inherentes al título original que representa. Este certificado es emitido por el banco de los Estados Unidos de Norteamérica que actúa como depositario y es quién aparece, ante el emisor, como titular de las acciones subyacentes a los ADR's. El ADR puede equivaler a una fracción o múltiplo de la acción que representa.
Estos certificados, se cotizan y negocian en US $ dólares en los diferentes mercados de valores de los Estados Unidos. Su principal característica radica en que su negociación y liquidación se efectúa de manera similar a los valores

[48] VIDAL RAMÍREZ, Fernando. Obra citada. Página 228
[49] "Mercado de valores," *Enciclopedia Microsoft® Encarta® 2000.* © 1993-1999 Microsoft Corporation.
[50] RAMOS GASCON, Francisco Javier. Régimen Jurídico de los Valores. Bolsa de Madrid. Madrid 1997 Página 40
[51] RAMOS GASCON, Francisco Javier. Obra citada. Página 44
[52] VAN HORNE, James. Fundamentos de Administración Financiera. Edit. Prentice/Hall Internacional, Madrid 1979
[53] CONASEV. American Depositary Receipts. Primera Edición. Lima 1995. Páginas 9 y 10

norteamericanos, haciendo posible su negociación en la New York Stock Exchange (NYSE), la American Stock Exchange (AMEX), la Nasdaq Stock Exchange (NASDAQ) o en el OTC Bulletin Board.

Los ADR's se registran obligatoriamente vía "book entry" en la Depositaria Central de los Estados Unidos (Depositary Trust Company –DTC), la misma que se encuentra conectada electrónicamente con los sistemas de liquidación europeos, EUROCLEAR y CEDEL.

c. Las Obligaciones (Bonos y Papeles Comerciales)

La financiación de las inversiones de las sociedades anónimas no sólo se consigue con el aporte al capital social puede ser también mediante endeudamiento con terceros, o sea con capital ajeno recibido a crédito. Este medio es más costoso que el aporte de los socios, pues para obtener el crédito la sociedad se ve obligada, en ocasiones a dar en garantía su patrimonio y en cualquier caso tendrá que satisfacer intereses por el capital recibido. Pero el mercado presenta alternativas que pueden mitigar los costos del dinero, nos referimos a la colocación de valores representativos a un empréstito colectivo, pagando intereses al ahorrista superiores de los que paga el banco como intereses pasivos, pero su costo es inferior a los intereses activos, en el caso que hubiese acudido al Banco ya que pagaría.

Las obligaciones son títulos representativos de un empréstito colectivo. Es parte alícuota o alícuanta de un crédito contra la entidad emisora y valor mobiliario representativo de parte del crédito[54]. Estos derechos de participación en un crédito, son emitidos masivamente como consecuencia de un contrato de emisión que les da origen, representados por títulos o anotaciones en cuenta, que otorgan a su titular un status especial de obligacionista, además del derecho al reembolso del principal y de los intereses, primas y reajustes que correspondan según el contrato de emisión[55] (numerales 263.1 y 263.2 del artículo 263 de la Ley 27287).

Las obligaciones son valores de renta fija, cuya rentabilidad no esta vinculada al resultado que pueda obtener el emisor en su gestión empresarial ya que implica el pago de un interés y son amortizables.

Clases: Cuando se trata de una Obligación con plazo de hasta un año recibe la denominación específica de "Papel Comercial", pero si se trata de una Obligación con plazo mayor a un año, la denominación concreta es "Bono".

d. Operación de Titulización[56]

El artículo 291º del Texto Unico Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, D.S. Nº 093-2002-EF, define a la Titulización al proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los

[54] URÍA, Rodrigo. Derecho Mercantil. Marcial Pons. Madrid 1992. Págs. 513 y 514
[55] ELIAS LAROSA, Enrique. Ley General de Sociedades. Ediciones Normas Legales. Trujillo, Perú, 1998. Página 609
[56] Ver: BENAVIDES GONZALES, Javier. Titulización de Activos. Revista Themis No. 40 Págs. 124 al 126 y MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley de Títulos Valores. Editora Grijley, Sexta Edición. Lima 2001. Páginas 909 al 912

derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.
En realidad, es un método consistente en dar forma de instrumento transable a alguna obligación específica no transable, tal como una cartera de créditos bancarios, o de consumo, o de cuentas por cobrar, o de títulos del Estado, e implica por lo tanto emitir un instrumento o título homogéneo con sus propios plazos y tasas, transable en el mercado secundario.

Una titulización no es más que una emisión de valores basada en los flujos dinerarios que brinda un grupo de activos que se encuentra separado en un vehículo apropiado para tal fin (VPE - Vehículo de Propósito Exclusivo o patrimonio fideicometido), el cual puede ser administrado por un fiduciario u otra entidad que brinde similares fines, tal como puede ser una sociedad anónima con un fin social restringido (SPE - Sociedad de Propósito Especial),

Clases

- Titulizaciones respaldadas por patrimonio de una Sociedad de Propósito Especial, en las que se produce la transferencia definitiva de activos ya existentes del originador al patrimonio de una sociedad anónima con un fin social restringido (SPE - Sociedad de Propósito Especial), en este caso la entidad originadora, a cambio de un precio, vende los activos a ser titulizados a la entidad emisora (Pay Through o de Venta), la que emite títulos contra su patrimonio (Los activos se incluyen en el balance del emisor). En consecuencia los bienes se incorporan al patrimonio de la entidad adquirente (de la emisora) y responde por todas las obligaciones que la misma contrae en el desarrollo de sus operaciones (Sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los títulos emitidos).

- Titulizaciones respaldadas en patrimonio fideicometido, en las que la operación constituye un **mecanismo de financiamiento** para el originador, por parte del patrimonio autónomo, en base a la colocación por este último de valores mobiliarios entre los inversionistas, ya sea por oferta pública o por oferta privada. Este es el caso del fideicomiso de titulización, en el que una persona, denominada originador (fideicomitente), se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria (traspaso o Pass Through de un conjunto de activos a favor de una sociedad titulizadora (fiduciario) para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto a la administración (dominio fiduciario) de este último, el que contra dicho patrimonio emite valores que son colocados en los mercados de capitales para ser adquiridos por los inversionistas (fideicomisarios).

Las experiencias en Titulización el Perú comenzó a partir de 1999, ya en el 2000 participaron los Bonos de Titulización del 11.24% del mercado de emisiones y del 10.06% en el año 2001. Así tenemos los procesos de titulización sin participación de la BVL (Mercado EE.UU): La realizada por el

Banco de Crédito del Perú, con participación de la BVL: La realizada por Ferreyros; Creditítulos; Quimpac; Citicorp; Alicorp, y E. Wong y Metro

Distribución de las Emisiones Inscritas

Instrumento Financiero	Acum 1999	Particip.	Acum 2000	Particip.	Acum 2001	Particip.
Acciones comunes	0,00	0,00%	0,00	0,00%	27 098	2,90%
Bonos corporativos	299 478	36,68%	375 257	30,80%	286 698	30,69%
Bonos hipotecarios	0,00	0,00%	0,00	0,00%	30 000	3,21%
Bonos de titulización	25 150	3,08%	137 000	11,24%	94 000	10,06%
Bonos subordinados	64 821	7,94%	75 000	6,15%	30 000	3,21%
Bonos de arrend. financiero	185 000	22,66%	311 994	25,60%	45 000	4,82%
Certifi. de Depósito Negoc.	0,00	0,00%	0,00	0,00%	56 297	6,03%
Instrumentos de corto plazo	242 092	29,65%	319 296	26,20%	364 945	39,07%
Acumulado del Año	**816 542**	**100,00%**	**1 218 547**	**100,00%**	**934 038**	**100,00%**

Fuente: Conasev
En miles US$

Participación de los Bonos de Titulización por Oferta Pública	1999	2000	2001
Bonos Titulización Inscritos (%)	3,08%	11,24%	10,06%
Total Emisiones Inscritas (millones US$)	817,5	1218,5	934,0
Bonos Titulización Colocados (%)	4,38%	14,33%	11,68%
Total Emisiones Colocadas (millones US$)	574,9	932,1	790,3

Fuente: Conasev

4.2 Balance de la estructura del Financiamiento

Los costos de las fuentes de financiamiento de los proyectos de inversiones de las empresas, son diferentes, puesto que los aportes de los accionistas, en forma de reinversión de utilidades o adquisición de acciones, demanda un rendimiento vía dividendo y valorización; por su parte, el costo de los créditos viene dado por la tasa de interés, reducida en el porcentaje de tributación[57].

Bardella considera que una de las reglas básicas de toda administración financiera sana consiste en lograr un equilibrio óptimo entre recursos y obligaciones de acuerdo con sus plazos de vencimiento. En otras palabras, las obligaciones a corto plazo y el capital de trabajo deben ser financiados con recursos a corto plazo, mientras que la maquinas, los equipos, etc., o sea las inversiones a largo plazo, con recursos procedentes del mercado de capitales (bonos y acciones)[58]. Por el plazo del préstamo, éste tiende a ser caro para las empresas, razón por el cual, las empresas de los países desarrollados prefieren

[57] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984. Pag. 127
[58] BARDELLA, Gianfranco. Mesa redonda "Banca y Bolsa" Revista del Instituto Peruano de Desarrollo Bancario. Vol. II Nº 2. Diciembre de 1978. Pag. 66

recabar dinero de otra forma para propósitos a largo plazo[59], como son mediante emisión de acciones.

Los países actualmente desarrollados, en la etapa inicial de su industrialización, utilizaron para la financiación de sus grandes proyectos de inversión la captación directa de ahorros del público a través de la emisión de acciones y bonos[60].

Susana de la Puente dice que: "La tendencia mundial del mercado de capitales, apunta a que las empresas más grandes ya no se dirigen a los bancos para tomar sus recursos, sino que se financian directamente del mercado"[61]. De igual modo, el sector de empresas medianas y pequeñas deben buscar creativas formas de financiamiento de su proyecto de inversión, como por ejemplo recurriendo a personas de su entorno u otros que, a cambio de la entrega de aportes, reciban acciones con la esperanza de repartirse beneficios, que proyectados, rendirían una mayor rentabilidad que la retribución que pagan las entidades del sector financiero a los ahorristas, y cuando el crecimiento de la actividad empresarial lo requiera, tengan las posibilidades de financiar sus nuevos proyectos de inversión mediante la colocación de acciones y otros valores en el mercado.

4.3 Desbalance de la estructura del Financiamiento

La proporción de capital social dentro del financiamiento de un proyecto de inversión, debe ser lo suficiente como para cubrir el costo de los activos fijos y otros que no constituyan capital de trabajo y que deben servir para las actividades que constituyen el objeto social de una sociedad anónima, o sea, la emisión de acciones debe estar debidamente relacionada con equilibrio óptimo entre la posibilidad de la obtención de los recursos y el cumplimiento de las obligaciones de acuerdo con sus plazos de vencimiento.

La referida relación es ilustrativa, para entender que sucede en los países en desarrollo, como el nuestro, en donde ha predominado la autofinanciación y el énfasis en la intermediación financiera canalizadas a través de las instituciones financieras asociado con la alta concentración del ingreso[62].

4.3.1 Forma de manifestarse el desbalance

La forma clásica de manifestarse este desbalance es la creciente utilización del endeudamiento a medida que se ha venido desplazando la obtención del recurso vía emisión de acciones y retención de utilidades. Al creciente endeudamiento corresponde, obviamente un marchitamiento en los aportes de capital como fuente de financiamiento empresarial.

En la medida en que se vuelve poco llamativa para los accionistas la inversión en la industria, por causas que se explicarán mas adelante, los empresarios han recurrido a la alternativa del crédito por la necesidad financiar la inversión que demanda la actividad productiva.

---

[59] LIPSEY, Richard G. Obra Citada Pag. 229
[60] DE LA ROCHA, Julio César. Obra Citada Pag. 44 y 48
[61] Gestión 01 de octubre de 1997 Pag. 32.
[62] DE LA ROCHA, Julio César. Obra citada. Pág. 45

Los recursos de los créditos utilizados por las empresas son en su mayoría contratados a plazos menores de un año, pero los recursos de los activos adquiridos mediante dicho financiamiento se recuperan a largo plazo. Ello origina problemas de liquidez, y dada la necesidad de renovar los préstamos, frecuentemente se crean situaciones de presión sobre el sector financiero que dan lugar a mayores tasas de interés[63].

Como se aprecia, hay una excesiva dependencia de los recursos financieros a corto plazo destinados a financiar actividades a largo plazo, lo cual es posible mediante la renovación de los préstamos a corto plazo, práctica que redunda en un considerable encarecimiento del financiamiento[64].

En síntesis, el desbalance en la estructura financiera de las sociedades anónimas, se manifiesta en el decaimiento de sus fuentes internas, en un aumento notable en las fuentes de origen financiero, en un marchitamiento realmente dramático en los aportes de capital y en una creciente orientación de fondos hacia el servicio de obligaciones crediticias o a la inversión en activos financieros diferentes a los directamente relacionados con el objeto social; se opera de esta manera un cambio en la estructura financiera de las empresas, donde alcanzan mayor peso tanto el activo como el pasivo corriente, en detrimento del activo fijo y del pasivo a largo plazo. Esta postura coloca a las compañías en una situación de riesgo, en la medida que al incrementarse la obligación con períodos de maduración cortos, subsiste la necesidad de recurrir frecuentemente a la refinanciación de las deudas, debilitándose aún más la solvencia y la disponibilidad de fondos para sobrellevar en forma exitosa situaciones difíciles de la actividad económica[65].

4.3.2 Factores que contribuyen al desbalance

Las causas del desbalanzamiento en la estructura del financiamiento empresarial son varias y no puede reducirse a una sola. RESTREPO considera las causas que van desde un Sistema Tributario que ha discriminado la capitalización, hasta la aceleración de la tasa de inflación; desde la competencia que encontraron las acciones en activos financieros más rentables (Bonos públicos y privados) que interrumpieron en el mercado, hasta la frondosa estructura de crédito de fomento subsidiado; desde la declinación de las utilidades empresariales, hasta las deficiencias e imperfecciones del mercado de capitales; desde la violenta concentración accionaria que se produce en nuestra sociedad anónima, hasta la conformación de grupos financieros que en el proceso de concentración utilizaron el ahorro captado del público para adquirir y/o acabar de cerrar las empresas; desde el notable auge que registraron los intermediarios financieros, hasta el raquitismo que muestran los inversionistas institucionales[66].

Los factores relevantes que contribuyen al desbalance en la estructura del financiamiento de los proyectos de inversión, lo detallamos a continuación.

---

[63] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Obra Citada Págs. 35, 94, 183 y 196
[64] DE LA ROCHA, Julio César. Obra Citada. Pág. 45
[65] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Obra Citada. Págs. 100 y 119.
[66] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Obra Citada. Pag. 180

4.3.2.1. La inflación

La inflación consiste en el alza generalizada de los precios. En una economía sana si bien los precios varían, lo hacen en forma aislada y de acuerdo a los cambios en las preferencias del consumidor (demanda) o en la cantidad de bienes y servicios producidos (oferta)[67]. Este fenómeno puede deberse a varias causas, unos sostienen que es el resultado de "inflar" los medios (billetes) que sirven para realizar las transacciones en el mercado, otros sostienen que al aumentar los precios hace falta mas dinero para pagar las mismas cosas, entonces, el dinero crece por el aumento de los precios[68].

La inflación se encarga de erosionar el rendimiento real de las acciones. Asimismo, conduce a un cambio en las preferencias de ahorradores y prestamistas. Ocasiona la sustitución de las fuentes de ahorro por otras, desplazándose la oferta y demanda de recursos hacia activos financieros de corto plazo que ofrecen rendimientos por encima de la de la tasa de inflación. Ello hace costoso para el sistema bancario los recursos monetarios que antes no lo eran, llevándolo a ajustar las condiciones de interés y plazo que ofrecía en sus préstamos.

El fenómeno inflacionario origina que el costo de reposición del capital se sitúe en niveles que superan la tasa interna de retorno del capital invertido en el proceso productivo, afectando la demanda de acciones por parte de los inversionistas. Los resultados de las empresas, el rendimiento real de la inversión en acciones y el poder de compra de dicha inversión a través del tiempo reflejan tal situación[69].

BOLOÑA sostiene que en el Perú, en los años 60, fundamentalmente bajo el primer Belaundismo y los inicios del gobierno de Velasco, la inflación promedio fue de 30% anual; en los 70, bajo la conducción de Velasco y Morales Bermúdez, la inflación anual fue de más del 70% en promedio; el promedio de inflación anual del período 1981 - 1985 fue de 108%; la inflación acumulada de Julio de 1,985 a Julio de 1,990 alcanzó la tasa de 2.2 millones por ciento. Con Alan García tuvimos treinta meses con una inflación mensual promedio de 39% (500% anual acumulado) que llevó hasta una hiper-inflación de 7,650% en Diciembre de 1990[70]. Es lógico que con tales niveles de tasa inflacionaria ha sido difícil alentar la inversión, situación que si bien ha sido controlada no es determinante para el incentivo para la inversión mediante la colocación de acciones

En los últimos años, se presenta una tendencia a la reducción de este fenómeno económico, en efecto, la inflación acumulada anual en 1994 fue de 5.4%, en 1,995 10.2%, en 1,996 11.8%, en 1,997 6.5%, en 1,998 6.0%, en 1,999 3.7% en el 2000 3.8%[71], en el 2001 1.98% y en el 2002 1.5% (Fuente: BCRP).

---

[67] BOLOÑA BEHR, Carlos. "Cambio de rumbo". Instituto de Economía de Libre Mercado san Ignacio de Loyola" gráficos bíblos S.A Lima Perú 1993. Pag. 2
[68] MONTOYA ALBERTI, Ulises. La inflación y el Derecho. UNMSM. Lima 1971. Pág. 21
[69] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Obra Citada Pags. 43, 56 y 119.
[70] BOLOÑA BEHR, Carlos. Obra Citada. Pág. 6, 11, 13, 15 y 16
[71] INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA E INFORMÁTICA (INEI). Boletín Mensual Sistema de Precios. Febrero 2001.

4.3.2.2. El Sistema Tributario

De acuerdo a la legislación vigente en el Perú, la tasa del impuesto a la renta de las empresas es 27% y existe un impuesto a los dividendos que perciban los accionistas como personas naturales cuya tasa o alícuota es 4.1%. Hasta 1993 (Decreto Legislativo 200) también se gravaban, además de las utilidades de las empresas (entre el 30% y 50%), los dividendos que se debían entregar a los accionistas (30%). El Decreto Legislativo 774, que a partir del ejercicio económico 1994 estuvo vigente en el país, la tasa del impuesto a la renta era del 30% y no existió impuesto a los dividendos, a pesar de ello algunos analistas señalaban que la inafectación a los dividendos era insuficiente, ya que teniendo en cuenta que nos encontramos en una economía globalizada, la necesidad de competir para atraer a los inversionistas hace imprescindible comparar con sistemas tributarios de los vecinos de nuestro país, así por ejemplo, en Chile el impuesto a la renta es el 15% y el impuesto a los dividendos equivale al 20% (los analistas económicos lo llaman simplemente impuesto a los dividendos y es de 35%), pero lo pagado por la sociedad se deduce como crédito fiscal para el accionista el impuesto a la renta del 15%; además, la capitalización de utilidades no paga impuesto a la renta[72]. Lo que tiene consenso, es que el régimen tributario del Decreto Legislativo 200 ha jugado un papel nocivo en este proceso de descapitalización, al permitir la deducibilidad total de los costos financieros y, simultáneamente, al gravar los dividendos, fomentando el endeudamiento en detrimento de la emisión y colocación de acciones; sin embargo, nuevamente se está gravando los dividendos aunque con tasas menores, como antes lo detallamos (ley 27513).

El sistema tributario favorece el endeudamiento sobre la capitalización cuando gravan las utilidades de las empresas con la denominada doble tributación, que recae primero sobre la sociedad (utilidades) y luego sobre el accionista (dividendos).

Una consecuencia de la existencia de este doble costo fiscal, es el desinterés de las empresas en la repartición de dividendos, con el agravante de que los empresarios, con el animo de maximizar la función global de utilidades del grupo económico del cual forma parte y minimizar su repartición, pueden optar por esconder un buen porcentaje de utilidades a través de filiales.

Factores como el establecimiento de la doble tributación y la deducibilidad de la totalidad de los intereses como costo, auspician en los industriales la preferencia por el endeudamiento en detrimento de la emisión y colocación de acciones como mecanismo de financiamiento empresarial[73].

4.3.2.3. El reducido desarrollo del mercado de valores

Los mercados financieros facilitan que aquellas personas o compañías que requieren capital lo tomen de aquellas que lo tienen disponible, quiere decir, que permiten canalizar el ahorro interno y externo hacia las compañías. Por

[72] CAIPO, Oscar. (KPMG). Impuesto a la renta no incentiva el ahorro interno ni el empleo. GESTION. 22/05/98. Pags. 20 y 21
[73] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Obra Citada. Pags. 43 y 56

ejemplo, los bancos, cuya función principal es prestar a sus clientes el dinero que reciben de sus depositantes. La retribución que recibe el depositante, denominado interés pasivo, proviene del precio que paga aquel cliente que se beneficia de un préstamo denominado interés activo. El negocio del banco consiste en el diferencial de estas dos tasas de interés, como retribución por la intermediación, o sea por ser éste quien responde ante aquellos que le confiaron su dinero, así como, por asumir el riesgo de recuperación del dinero prestado.

En el mercado de valores concurren quienes necesitan recursos (compañías, gobierno, entre otros) y quienes cuentan con recursos disponibles (inversionistas). El dinero captado por los emisores es destinado al financiamiento de proyectos de inversión, entregando a cambio valores mobiliarios (acciones, bonos, instrumentos de corto plazo, etc.), que otorgan derechos en la participación en las ganancias de la sociedad (dividendos), en la adopción de acuerdos sociales (derecho al voto en las Juntas Generales de Accionistas), o a recibir pagos periódicos de intereses. Al igual que un banco, el mercado de valores ofrece diversas alternativas de financiamiento e inversión de acuerdo a las distintas necesidades que puedan tener los emisores o los inversionistas, en términos de rendimiento, liquidez y riesgo.

Pero ¿qué principales diferencias se puede hallar entre el sistema bancario y el mercado de valores?. Las diferencias a continuación se detallarán:

a. La primera diferencia entre el sistema bancario y el mercado de valores es que el primero es el resultado de la intermediación entre la oferta de financiamiento y su demanda, mientras que en el mercado de valores los precios de los activos negociados son resultado del encuentro directo entre los que cuentan con recursos disponibles y los que necesitan tales recursos.

b. La segunda diferencia se refiere a aquella en la cual una compañía que solicita un préstamo al banco recibe el dinero sin saber de dónde viene, es decir, sin tener ningún contacto con aquel depositante cuyo dinero le es entregado en préstamo. El banco asume el riesgo en ambos casos. Esto es lo que se conoce como "*intermediación indirecta*". En el caso del mercado de valores, por el contrario, sí interactúan de manera directa la sociedad que capta recursos y el inversionista que se los proporciona. Esto se denomina *"intermediación directa"*,

El mercado de valores busca ser una fuente de financiamiento más barata que el sistema bancario en razón de que no tiene el componente de intermediación indirecta. En ese sentido, un mercado de valores eficiente, permitirá que los emisores puedan financiarse a un menor costo y que los inversionistas reciban una mejor retribución por su dinero[74].

Por ello, la falta de acceso a recursos de corto, mediano y largo plazo para el financiamiento de la actividad productiva trae como consecuencia, por un lado, que son pocas las compañías que pueden acceder a fuentes de financiamiento,

[74] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS. Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores. Resultado de la Consulta Ciudadana. Lima, 23 de mayo del 2001. Publicado en "El Peruano" 25 de Mayo de 2001. Página 8

encontrándose la gran mayoría marginada del sistema financiero, por tener asociados niveles elevados de riesgo de crédito, desarrollándose de esta manera en un marco de autofinanciamiento, lo cual limita sus posibilidades de crecimiento. Por otro lado, la mayor parte de aquellas compañías que sí acceden a fuentes de financiamiento lo hacen en condiciones poco favorables, quedando sujetas a obligaciones financieras que afectan el retorno de su inversión[75]. Si además no existe un mercado de valores desarrollado que compita con el crédito bancario, este último será demasiado oneroso.

Como se aprecia, un mercado de valores reducido es ineficaz como mecanismo para convertir el ahorro del público inversionista en el capital para el desarrollo empresarial, ya que no garantiza márgenes de rentabilidad adecuados.

Yagui Tamona, Alberto, presidente en 1996 de CONASEV, comentaba que en ese año se descuidó la utilización de los instrumentos de renta variable (acciones), porque hay cierta reticencia en los empresarios, a emitir acciones o abrir el accionariado a terceros, por aquella situación del accionariado familiar[76]. En efecto, mientras que en los años 1994, 1995 la emisión primaria de acciones fue nula (0.00) en 1996 significaron el 2.4% de los valores mobiliarios emitidos en el mercado primario; en 1,997 el 2.2%; en 1,998 el 4.2%, cayendo en 1999 y el 2000 a 0.00; ya en el 2001 representó el 2 % del total de valores mobiliarios emitidos en el mercado primario[77].

Susana de la Puente Wiese señala que, "de las 277 empresas registradas en la BVL (Bolsa de Valores de Lima) en 1995, sólo el 60% negocia y realmente las que tienen dinamismo son bastante menos"[78]. Según datos de la Oficina Registral se informa que al 31 de Abril de 1997 existían 102,724 sociedades anónimas inscritas[79].

	CANTIDAD	% Parcial	% Total
Sociedades Anónimas (S.A.)	102,724	100.00%	100.00%
S.A. EN BOLSA	277	0.27%	0.27%
QUE NEGOCIAN	166	60.00%	0.16%

En el 2002 la situación se presenta mas dramática, tal como lo ilustra el siguiente cuadro, obtenidos con proyecciones hechas en base de datos obtenidos de la SUNARP[80] y la Bolsa de Valores de Lima[81]:

	CANTIDAD	% Parcial	% Total
Sociedades Anónimas (S.A.)	150,840	100.00%	100.00%
S.A. EN BOLSA	235	0.16%	0.16%
QUE NEGOCIAN	141	60.00%	0.09%

[75] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y F. Obra Citada Página 4
[76] Suplemento Especial de "El Peruano" del 21/05/96.
[77] Ver: cuadro final del punto 4.1 de este capítulo
[78] LLERENA IBAÑEZ , Alejandro. Resumen Reproducido de la Conferencia de Susana De La Puente Wiese (J.P. Morgan). "El Peruano". 15/11/95. Págs B-6 y B-7
[79] GESTION 23/05/97. Pags. 20 y 21
[80] SUNARP. Pulso Registral. Enero 2002 y Enero 2003.
[81] http://www.bvl.com.pe/empresas/carteras.htm

Dentro de este limitado mercado de valores, las empresas han optado preferentemente por el financiamiento vía emisión de obligaciones (bonos e instrumentos de corto plazo), quedando la emisión de acciones relegada a sólo ocho casos en la última década. Al cierre del 2000 sólo el 0,7% del *"saldo total en circulación de instrumentos emitidos vía Oferta Pública Primaria"*[82] correspondía a acciones[83], estando concentrada la mayor parte de emisiones en circulación en Bonos Corporativos, con más de 45%[84]. Al 31 de diciembre del 2001 la emisión primaria de acciones era de 2.9% del total de valores mobiliario emitidos en dicho año; mientras los bonos en su conjunto representaron el 58 %.

Miguel Palomino, gerente general de Merriel Lynch en el Perú, al explicar la menor participación del Perú en la cartera de los inversionistas extranjeras (que varia entre los 1.7% y 7%), sostuvo que la plaza limeña aun es insuficiente[85].

Carlos Montoya, Presidente del Directorio del Latín Pacific Perú, expresa que entre los factores que limitan un mayor desarrollo del mercado de capitales peruano en su conjunto, es la escasa oferta de títulos (acciones y obligaciones) que tengan la liquidez suficiente como para satisfacer la demanda de un inversionista que puede comprar un bloque relativamente cuantioso para posteriormente venderla[86].

En efecto, debido a la falta de materia prima del mercado de capitales, o sea de títulos susceptibles de ser negociados de manera amplia, efectiva y permanente, la bolsa de valores no ofrece la posibilidad de efectuar inversiones de la cuantía, la diversidad y las características adecuadas a las necesidades y las conveniencias de los inversionistas potenciales, lo que da lugar a que los recursos disponibles en el mercado del dinero (tanto formal como en el informal), se oriente hacia otros tipos de inversiones que en algunos casos pueden ser simplemente no ser las mas convenientes para la economía del país (CLAE), en otros resultan claramente negativas, como las que se van al extranjero (fuga de capitales)[87].

La fuga de capitales en los países subdesarrollados, puede definirse como toda salida del país de capital privado (ahorro interno), ya sea de inversiones a corto o largo plazo, en cartera o en activos[88]; dirigidos a otros mercado financieros, con el propósito se lograr mayor rentabilidad y/o mayor seguridad. En el País, durante el período 1971 a 1988 se produjeron flujos netos de salida de capitales que fluctúan entre los 2,240 y 4,626 millones de dólares.

Finalmente debemos mencionar que estudios del Ministerio de Economía explican que "hoy son pocas las empresas peruanas que acceden al mercado de valores para ofrecer títulos representativos de capital o de deuda, a pesar de que existe una demanda potencial por parte de inversionistas institucionales como

---

[82] Equivalente a US$ 2 423 millones
[83] Equivalente a US$ 17 millones
[84] Ministerio de Economía y F. Acceso a Financiamiento ... Página 11
[85] Gestión, 24/03/97. Pag. 24 y 25
[86] Gestión, 24/03/97. Pag. 24 y 25.
[87] BARDELLA, Gianfranco. Mesa Redonda "Banca y Bolsa" .... Pag. 73 y 74
[88] DE LA ROCHA, Julio César . Obra Citada Pág. 55

las AFPs que se encuentra insatisfecha"[89]. Asimismo, es importante destacar la participación de los inversionistas individuales en la venta de acciones del Estado dentro del proceso de participación ciudadana llevado a cabo a partir de 1996, que de acuerdo a los comentarios remitidos por el Cepri de Mercado de Capitales (ex Cepri de Participación Ciudadana), mediante la creación del programa de Participación Ciudadana (venta al público en general) se logró la incorporación de más de 450,000 nuevos accionistas[90].

En consecuencia, uno de los factores que explican la fuga de capitales en el Perú se debió a la falta de un fuerte, amplio y dinámico mercado de valores en donde los inversionistas nacionales y extranjeros puedan comprar acciones, bonos u otros valores los mismos que le garanticen margen de rentabilidad adecuado[91].

4.3.2.4. Los grupos económicos familiares cerrados vinculados con las instituciones financieras.

Existen, mayoritariamente en el Perú, empresas familiares o clanes con representantes o gerentes reacios a admitir algún tipo de financiamiento que ponga en "peligro" el control de la empresa. Si consideran que su empresa ha logrado un tamaño óptimo no desean expandir sus operaciones.

De la Rocha afirma que mas que el temor de perder el control de la empresa, que podría evitarse colocando solo una porción de sus acciones al público, los promotores (directores y gerentes) son generalmente reacios a suministrar información periódica sobre la gestión de la empresa.

En el caso que estas compañías busquen su expansión, logran financiarla con ganancias retenidas y/o créditos bancarios. La propiedad y la administración interrelacionada entre bancos y estas compañías es muy común en los países subdesarrollados; esta relación hace que el sistema se reproduzca, y lleven hacia una dependencia sobre el financiamiento bancario, que los bancos no desean reducir mientras sea posible[92].

La falta de apertura del accionariado familiar es generado por el temor de dar información y el pánico a perder el control de la empresa que es considerado de tradición familiar. Ello dificulta obtener capitales, o sea crecer, y en el mundo actual, la empresa tiene que crecer o desaparecer y eso es lo que ocurrió con las empresas estudiadas[93].

Franco considera que las empresas del Perú de hoy, incluyendo las grandes empresas industriales, son básicamente familiares, es por ello que, la gran empresa industrial, para la ampliación de los proyectos de inversión, lo efectúan con créditos obtenidos mediante su vinculación con las Instituciones

---

[89] Ministerio de Economía y F. Acceso a Financiamiento ... Página 4
[90] Ministerio de Economía y F. Acceso a Financiamiento ... Página 14
[91] ANAYA FRANCO, Eduardo. Los Grupos de Poder Económico. Editorial Horizonte Lima 1990. Pag. 143, 146, 147, 148 y 159.
[92] DE LA ROCHA, Julio César. Obra Citada. Pags. 46 y 53
[93] De las declaraciones obtenidas en las crónicas periodísticas, y aplicando el método comparativo causal, se recoge declaraciones de la propia CONASEV que informa que la falta de emisiones de acciones para colocarlo en el mercado de valores tiene como causa el carácter del accionariado familiar. Otros analistas financieros consideran que la falta de apertura del accionariado familiar produce el temor de dar información y el pánico a perder el control de la empresa que es considerado de tradición familiar.

Financieras, asimismo, aseguran el control de la sociedad con el capital que poseen[94]. Anaya precisa que existe un super grupo familiar que controlaba hasta 1990 el 26.1% de las sociedades anónimas y el 47.3% del patrimonio de todos los grupos de poder económico[95], y su influencia en el poder político ha sido pública y notoria.

Miguel Palomino[96], director de MERRIL LINCH Perú, considera que la mayoría de los empresarios peruanos se muestran reacios para abrir su accionariado a nuevos socios, pues "sienten como si fuesen a vender a su hija; este elemento tan enraizado en la cultura empresarial peruana no hace más que limitar, e incluso impedir que las empresas puedan obtener capitales frescos, que en suma son la única manera a través de la cual pueden crecer, y son reacios para abrirlas en todo el sentido de la palabra, por temor a dar la información de cualquier tipo, y piensan que únicamente si mantienen el 100% de las acciones tendrán el control de la empresa".

Gonzalo Galdós Jiménez considera que los Inversionistas extranjeros no invierten en manufactura por que en el Perú el industrial manufacturero tiene miedo perder el control de su empresa. La gestión constituye una tradición familiar, vender su control sería traicionar a la familia[97].

Siguiendo a Kozolchyk diremos que, la gran mayoría de las sociedades anónimas peruanas están en la etapa inicial de propiedad y control familiar; los pocos restantes pertenecen a una segunda etapa que se caracteriza por el control efectivo, bien por un individuo o por un grupo; y muy pocas sociedades anónimas, han llegado a la tercera etapa de control administrativo gerencial[98].

4.3.2.5. Créditos de fomento subsidiados

Estos créditos fueron otorgados por la Banca de Fomento, cuyos recursos son aportados por el Estado y orientados o canalizados hacia proyectos de inversión de mediano y largo plazo de sectores específicos; el crédito se otorga con tasas preferenciales, o sea, en condiciones mas favorables que la banca comercial, ello es posible gracias al subsidio de algún elemento de la estructura de costos de estos créditos, que es asumido por el Estado o algún organismo público.

Dichas políticas aplicadas en el país mediante los créditos de fomento, que en 1982 llegó a un 40% del crédito interno, incentivaron, a la mayoría de empresas, el financiamiento de sus proyectos de inversión mediante endeudamiento, en desmedro del financiamiento mediante emisión de acciones[99]. En la actualidad, ya no existe este tipo de créditos dirigidos a

---

[94] FRANCO, Carlos. Presentación del libro "Los Grupos de Poder Económico" de Eduardo ANAYA FRANCO., editorial Horizonte Lima 1990. Pag. 17

[95] ANAYA FRANCO, Eduardo. "Los Grupos de Poder ... Pags. 164 y 165

[96] EL COMERCIO 14/08/97. Pag. E2

[97] DAVILA CÁCERES, Boris - Entrevista a Gonzalo Galdós Jiménez. GESTION, 6/12/96. Pag. 18

[98] KOZOLCHYK, Boris. "El Derecho Comercial ante el libre comercio y el desarrollo económico". Editorial Mc. Graw Hill. México 1996. Pags. 81 y 82.

[99] Los datos Estadísticos tomadas del Ministerio de Economía y Finanzas, expresan que los créditos de fomento subsidiados, en 1977 mediante crédito de la banca de fomento, era un 25% del crédito interno y en 1982 llegó a un 40%. Este tipo de créditos devengaban intereses menores que los efectuados por la banca comercial, que como todo producto subsidiado su existencia fue temporal, cuando se extinguieron este tipo de créditos, las empresas sólo tuvieron acceso a créditos con altos intereses que sobrevino en inviable el negocio

empresas de alguna actividad económica, sin embargo existe fuertes presiones para volver a implantarlo.

4.3.2.6.- Trato discriminatorio a los accionistas minoritarios

Si a las anteriores situaciones se adiciona el trato discriminatorio que se da al accionista minoritario en la sociedad anónima, se completa el cuadro de factores que colocan a las acciones en una situación desfavorable frente a otras alternativas de inversión, ocasionando con ello un alejamiento del pequeño accionista de la sociedad anónima[100].

Esta situación conlleva a otros problemas de índole corporativo, como por ejemplo el trato discriminatorio a los accionistas minoritarios. Para describir el maltrato que reciben los accionistas minoritarios, reproducimos algunos párrafos de un articulo publicado por THE WALL STREET JOURNAL, en él informa que los administradores estadounidenses de dinero (Fondo de pensiones) se han quejado en reiteradas oportunidades del trato injusto que reciben de las compañías extranjeras en las que invierten (ubicadas en países en vías de desarrollo incluido el Perú). Esto va desde la carencia del derecho a votar hasta el trato desigual de los accionistas minoritarios en muchos países. En otros aspectos, esto incluye la intervención en la forma en que las compañías son manejadas, sus prácticas contables que no ofrecen una imagen de "salud empresarial" y las barreras sociales y legales para impedir adquisiciones, que obstaculizan la competitividad[101]. Adicionalmente, se debe mencionar el hecho de que muchas empresas, sin causa y amparada en un supuesto interés social (mejor dicho interés de los accionistas que controlan la sociedad), acuerdan no distribuir utilidades en forma de dividendos, debilitando la rentabilidad de las acciones. Esta situación ha ocasionado el retiro de los pequeños y medianos inversionistas.

A pesar que la sociedad anónima a sido una creación de los comerciantes para captar importantes capitales, la Ley General de Sociedades no exige un capital Mínimo; la obligación de tener una “Política de Dividendos” es enunciada pero no es precisada en la Ley General de Sociedades; no se diferencia claramente, en la Ley General de Sociedades, el contenido de los derechos de las acciones ordinarias y de las privilegiadas; En la era de la información, el derecho de información no es considerado derecho fundamental del accionista; asimismo, es insuficiente que el derecho de información se encuentre vinculada sólo a la convocatoria a junta general; no se dispone, en forma precisa, que los acuerdos que constituyan “abuso de poder” sean impugnables; El llamado “derecho de acrecer”, no deja la posibilidad de colocar las acciones no suscritas por el accionista que le corresponda el Derecho de Suscripción Preferente, a terceros, a su valor real y no al valor nominal a favor de los otros accionistas; No se señala como causal para el ejercicio del derecho de separación, todo acuerdo que conlleve la dilución patrimonial de determinados accionistas para fortalecer a otros accionistas; No existe como norma general, la obligación de distribución de dividendos, si hay utilidades, dejando a salvo en caso de existir

[100] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Obra Citada. Pags. 43 y 95

[101] SESIT, Michel R. "Desde California quieren exportar la "REVOLUCIÓN" de los accionistas". THE WALL STREET JOURNAL. "El Comercio" del 19/03/96. Pág E-5

nuevos proyecto de inversión, financiado por las utilidades no distribuidas, o se pretenda constituir reservas razonables.

4.3.2.7. Niveles de Pobreza de la Población

De la pagina web del INTERNET del INEI, se obtuvo como dato que más de la mitad de **la población se encuentra en pobreza crítica (entre el 55% en 1991 ,37.3% en 1998 y 24,4 % en el 2001**[102]**)** y entre el empleo inadecuado y la desocupación (**tasa de subempleo en 1991 era del 78.5 de la PEA, en 1999 48.9% de la PEA y el el 2001 el 47.6 del PEA**), hace más difícil el fomento del ahorro y que ésta se dirija a la inversión mediante la adquisición de acciones.

5. La confianza como factor decisivo en la capitalización de las Empresas

5.1 Papel de la confianza en el desarrollo económico del país

Hemos visto que algunos de los factores que contribuyeron al desbalance en la financiación de los proyectos de inversión y que dejó como secuela la descapitalización de las empresas, están siendo superados en nuestro país, pero los factores que aún no se superan, como la idiosincrasia del empresariado peruano y la normatividad societaria, incrementa la desconfianza en los posibles inversionistas e inclusive en los propios empresarios.

La confianza se manifiesta en la capacidad de asociarse, en el compartir valores y creencias, lo que conduce a la fe mutua, al trabajo en equipo y ello a la competitividad[103]. El bienestar de una nación, así como su capacidad de competir se halla condicionado por una única y penetrante característica cultural: el nivel de confianza inherente a esa sociedad[104].

Chávez Alvarez dice que el "estado de confianza" es el principal determinante de la demanda de inversión. El estado de confianza tiene que ver con la observación real de los mercados y la psicología de los negocios, que en una economía moderna en gran medida toma cuerpo a través del funcionamiento del mercado de valores[105].

5.2 Confianza de los inversionistas

KOZOLCHYK menciona que en Costa Rica, como en Nicaragua, los miembros de la clase media con medios para adquirir acciones, muy frecuentemente se refieren a las sociedades "semipúblicas" o "amistosas" (Sociedad Anónima Abierta y Ordinaria) como trampas para los inversionistas incautos, ya que, "si la oportunidad de inversión fuese tan buena como la describen los promotores - accionistas, ellos se la hubieran dejado para si"[106].

---

[102] INEI Encuesta Nacional de Hogares efectuada en el IV Trimestre del 2001. www.inei.gob.pe
[103] QUEROL, Carlos. "El Pensamiento de Francis Fukuyama", GESTION 06/12/98.
[104] GESTION 28/11/98 La propuesta de Fokuyama en CADE 96. Pag. 22
[105] CHAVEZ ALVAREZ, Jorge. "El Estado de confianza y la Ley de Mercado de Valores". "El Comercio" del 01/10/96. Pág A-2
[106] KOZOLCHYK, Boris. Obra Citada Pag. 87

RESTREPO revela que una investigación divulgada por la Cámara de Comercio de Bogotá traza un cuadro realmente desolador sobre el desinterés, generando probablemente por la desprotección, conque se comportan los accionistas minoritarios en nuestras sociedades anónimas; por ello, propone RESTREPO, es preciso hacer mucho más para devolverle al pequeño inversionista la confianza y la seguridad en la sociedad anónima a que tiene derecho, es necesario redoblar esfuerzos para proteger eficientemente al accionista minoritario. Es urgente estimularlo para que vuelva a interesarse y a invertir en acciones de sociedades anónimas; él es la base insustituible para que nuestras sociedades anónimas recobren una amplia y sólida estructura de propiedad accionaria[107].

La confianza de los inversionistas se fortalece con una información suficiente, veraz y oportuna y cuando tienen la seguridad que no existe mecanismos que atenten contra sus derechos patrimoniales de accionistas para beneficiar a otros

No se debe olvidar que los inversionistas se establecen en los países en los cuales tienen confianza y donde encuentran rentabilidad, y se van de aquellos donde encuentran lo contrario[108].

5.3 Confianza de los empresarios.

La mentalidad de nuestros empresarios, se reveló en la polémica originada por la tercera Disposición Final del Proyecto de Ley del Mercado de Valores publicado el 13 de septiembre de 1996, en él se disponía que las empresas que hubieren emitido acciones del trabajo podrán convenir con sus tenedores su conversión en acciones comunes, acciones preferenciales u otros valores emitidos por la sociedad en un plazo que no exceda del 31 de diciembre de 1998.

Hans Flury, funcionario en 1996 de la Southern Perú Copper Corporatión[109], comentó, que si bien el canje o la redención de las acciones de trabajo significaría un costo para las empresas, les traerá mayores beneficios, en la Southern contribuyó a "clarificar" la estructura patrimonial de la compañía, haciéndola más entendible, tanto en el extranjero como en el Perú, ya que existen problemas al definir lo que significa una "Acción del Trabajo" (ahora acción de inversión) en el extranjero, así como una amenaza constante del futuro que podrían tener estos títulos, ya que a la larga tendrían que desaparecer debido a que sólo existen en el Perú[110].

Los empresarios representantes de la gran mayoría de sociedades anónimas oriundas de nuestro país tienen distinta concepción, tal como lo pasaremos a mencionar a continuación.

Eduardo Iriarte Vicepresidente en 1996 de la Sociedad Nacional de Industria (SNI) considera que una **empresa se forma por la reunión de personas** que tienen **confianza entre sí**; con dicho canje podrían ingresar a ella, o terminar

[107] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Obra Citada Pag. 95
[108] DE LA PUENTE WIESSE, Susana. Obra Citada Pag. 283
[109] Ministro de Energía y Minas en el 2003
[110] Gestión del 19/09/96. Pág 15

como propietarios, terceros a los cuales solo les interesa que su inversión les rinda utilidades y no así la buena gestión[111].

El ex presidente de la CONFIEP Juan Antonio Aguirre Roca expresó que si se **canjeara** las acciones del trabajo por acciones comunes o preferenciales se darían derecho a **voto a los que no les corresponde**, mientras que si se emitieran títulos de deuda como bonos, las empresas tendrían que pagar intereses durante la vigencia de dichos títulos, independientemente de que obtenga o no utilidades, por lo cual significaría un costo.

Eduardo Farah, presidente en 1996, de la SNI dijo que el intercambio de las acciones del trabajo por acciones comunes o preferentes vulneraría los "derechos adquiridos" por las empresas emisoras, **podrían comprometer la gestión de éstas**, en tanto que la redención de dichos títulos ya que podrían ocasionar serios y graves perjuicios económicos.

La CONFIEP representado en 1996 por Jorge Picasso manifestó la preocupación que muestran los gremios empresariales, tal preocupación se sustenta en la dificultad de aceptar un proceso de intercambio, por medio del cual, aunque sea sólo en algunas circunstancias, se **otorgue derecho de voto** a los tenedores de las acciones del trabajo.

La Cámara de Comercio de Lima se pronuncia diciendo que el canje **"desnaturaliza" la libertad empresarial** y de **contratación** reconocidos en la Constitución política, debido a que se estaría **convirtiendo en accionistas a personas que no necesariamente se desea incorporar a la sociedad** y la redención produciría un colapso financiero, estas empresas se verían obligadas a "distraer" recursos en dicha redención, restringiendo sus posibilidades de inversión en aspectos productivos[112].

Como se puede apreciar, la descapitalización de las empresas en el Perú, tiene no solo como telón de fondo la existencia de grupos económicos familiares cerrados vinculados a las instituciones financieras, cuyo "desarrollo" lo han hecho fundamentalmente, vía endeudamiento, sino también en la concepción o idiosincrasia del empresariado peruano.

DRASSINOWER KATZ decía en 1969 que las empresas deben crecer para adentro, ya no con deuda sino con financiamiento de terceros, ya no con reducidísimos fondos bancarios, sino con el ahorro. Para ello deben abrir la sociedad y ofertar acciones, debiendo producir primero la oferta, para que surja la demanda", termina diciendo que, los empresarios como él, están ante el más grave de los problemas de confianza, la confianza de los empresarios en si mismos, que debe trasmitirse a quienes son sus consumidores y mañana tendrán que ser sus socios[113].

---

[111] "El Comercio 20/09/96. Pág E-1
[112] Gestión. 20/09/96. Pág 22.
[113] DRASSINOWER KATZ, Samuel. Bases filosóficas para el desarrollo industrial del Perú. "El Peruano". 02/11/95. Págs. B-6 y B-7

6. Desafíos de la actividad empresarial

Pedro Grados, Gerente de PRISMA SAB, menciona que el modelo de apertura económica hace que se rompa este concepto de empresa familiar, porque simplemente la empresa tiene que ser competitiva y crecer; en la empresa familiar están muy cerrados a dar información; y si no dan información no van a poder inscribirse en el mercado, porque dar información significa darla a aquellos que van a ser propietarios de las acciones. Según Grados, parece que al empresario peruano no le interesa crecer una vez que tiene un determinado nivel de ingresos, pero estas empresas van a tener que crecer o deberán desaparecer y esto es parte de la competencia[114].

DE LA PUENTE WIESSE señala que no es malo en tener empresas familiares, lo malo es manejarla familiarmente, hay que hacerlo profesionalmente y lograr que las empresas se coticen en la bolsa local o internacional, lo cual debe constituir una preocupación para los accionistas familiares[115].

La Ley General de Sociedades tiene un papel que cumplir para superar los retos de la economía actual, debiendo facilitar el proceso de desarrollo de las sociedades anónimas en nuestro país, de la etapa inicial (sociedades familiares cerradas) en que se encuentran, a la etapa de control administrativo gerencial (sociedades abiertas) que requiere la economía contemporánea, promoviendo el desarrollo de la cultura empresarial moderna, que incluye el respecto irrestricto de los derechos de los accionistas.

7. Conclusiones preliminares

a) Existen diferencias entre la concepción de los administradores de las empresas transnacionales domiciliadas en el Perú y los administradores de las empresas oriundas del país. Los primeros se preocupan del financiamiento de sus proyectos de inversión mediante la emisión de acciones para colocarlos en el mercado de valores; mientras que la mayoría de los administradores de las empresas oriundas o nacionales, se resisten a imaginar que a sus empresas ingresen como accionistas personas que no sean de su entorno familiar, por ello, no consideran, el financiamiento de sus proyectos, mediante la emisión y colocación a terceros o al público de nuevas acciones.

b) La falta de apertura del accionariado familiar también se manifiesta en el temor de dar información y el pánico a perder el control de la empresa que es considerado de tradición familiar. Ello dificulta obtener capitales, o sea crecer, y en el mundo actual, la empresa tiene que crecer o desaparecer.

c) La baja capitalización de las empresas peruanas, se origina cuando éstas financian sus proyectos de inversión, pues lo hacen preponderantemente mediante créditos bancarios, pero el costo de forma de financiamiento trajo como consecuencia la crisis de las empresas e inclusive su salida del mercado mediante procesos de liquidación. Ello sucede porque los administradores y accionistas que controlan las sociedades anónimas no ponen énfasis en el

[114] BARRETO QUINECHE, Percy. Mercado de Capitales va madurando. "El Peruano". 20/05/95. Págs B-6, B-7 y B-8.
[115] DE LA PUENTE WIESSE, Susana. Obra Citada Pag. 291

equilibrio financiero de la marcha del negocio, pues su concepción cultural no les permite comprender la diferencia sustancial entre el financiamiento mediante préstamos comerciales y el financiamiento mediante emisión de acciones, complementándose con el carácter cerrado y familiar de la mayoría de sociedades anónimas en el país que no quieren abrirse a nuevos inversionistas.

d) La Ley General de Sociedades, ante el estado de la sociedad anónima de nuestro país y los requerimientos de la economía contemporánea, tiene como labor la de promoción del desarrollo de la cultura empresarial moderna, que incluye el respeto irrestricto de los derechos de los accionistas y la de otorgar un abanico de alternativas al empresario que quiera organizarse como sociedad anónima.

Capitulo II
LA SOCIEDAD ANÓNIMA Y LAS INVERSIONES

1. La sociedad anónima como instrumento legal de captación de recursos para las inversiones

La forma de organización económica de nuestros días, debe responder a las necesidades de satisfacer las exigencias de grandes masas de consumidores de bienes y servicios. Por ello, ha sido necesario organizar entidades que puedan producir bienes de consumo o proporcionar servicios, destinados a gran número de consumidores[1].

GARRIGUES señala que la sociedad es el instrumento jurídico de conjunción de medios económicos que exceden la capacidad del hombre aislado[2], siendo la sociedad anónima, la máquina cosechadora de capitales. La creciente necesidad de capital de la industria, que se encuentra en constante expansión y renovación a impulso de los incesantes adelantos de la técnica y del aumento de la demanda, se ha servido de éste mecanismo jurídico (la sociedad anónima), para utilizarla como colector del ahorro público. Es por ello que a este mecanismo colector del dinero se procura hacerlo atractivo para las inversiones[3].

Este mecanismo jurídico tiene como incentivos básicos: la posibilidad de los accionistas de participar en los beneficios de la actividad económica; la limitación de las pérdidas a su aporte, sin otra responsabilidad de éstos; y se les permite que transfieran su participación, incorporados en títulos circulatorios, sin alterar el capital social[4].

MESSINEO señala, que detrás del fenómeno de la circulación de las acciones de la sociedad, se oculta un flujo y reflujo de inversiones y de desinversiones de capitales; inversiones, por parte de quien suscriba en su origen las acciones o las adquiera en el mercado de los títulos; desinversiones, por parte de quien se libere de ellas mediante la enajenación. En conclusión, la sociedad anónima es conexa con el fenómeno económico del empleo del ahorro[5], o sea, con la inversión.

2. El inversionista y la Sociedad Anónima

2.1 El accionista

La adquisición de la cualidad de socio puede ser originaria: mediante la suscripción de acciones en el momento de la fundación o con ocasión de un aumento de capital; o derivada: por medio de la adquisición de acciones ínter-vivos y mortis causa[6]. La Ley General de Sociedades dispone que la

[1] MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Comentarios a la Ley de Sociedades Mercantiles". UNMSM. Lima Perú 1967. Pág. 8
[2] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Editorial Porrua. México. 1993. Pág. 306
[3] GARRIGUES, Joaquín. "Hacia un nuevo Derecho Mercantil". Editorial Tecnos. Madrid. 1971. Páginas 125 y 180.
[4] RICHARD, Efrain y Muiño, Orlando. Derecho Societario. Editorial Astrea. Buenos Aires. 1997. Pág. 399
[5] MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. RELACIONES OBLIGATORIAS SINGULARES. Ediciones Jurídicas Europa_América. Buenos Aires. 1971 Pág 363
[6] GARRIGUES, Joaquín. . "Curso de Derecho Mercantil". Tomo II. Reimpresión de la séptima edición. Ed. Temis. Bogotá-Colombia. 1987.. Pág. 456

sociedad considerará propietario de la acción a quien aparezca como tal en la matrícula de acciones.

En la sociedad anónima todo se ordena para la atracción y defensa del capital y como los accionistas son los portadores del capital, a estos se les va a retribuir, o se les va a estimular, con un haz de derechos subjetivos, unos de índole económica (el derecho al dividendo, el derecho a la cuota de liquidación), otras de índole política (el derecho al voto, el derecho de información, etc.). Como contrapartida de esos derechos, ordinariamente el accionista tiene una sola obligación: la obligación de aportar íntegramente el capital ofrecido por cada accionista al suscribir sus acciones[7], estando su responsabilidad limitada a dicho aporte.

2.2 El inversionista institucional como accionista

Los inversionistas institucionales son aquellas personas jurídicas que poseen experiencia y sofisticación en el manejo de instrumentos financieros, el Art. 8 de *la ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861)* menciona a los bancos, financieras, compañías de seguros, agentes de intermediación, AFPs, Sociedad de administración de fondos de inversionista y fondos mutuos, etc.[8]

El inversionista institucional, manejado profesional y honestamente, es un mecanismo utilísimo para fortalecer la capitalización empresarial y para darle profundidad al mercado de capitales[9].

En el Perú, la participación de los inversionistas institucionales sigue siendo incipiente, en 1995 representaba sólo el 4% de la capitalización bursátil, en países como Chile o Estados Unidos de América sus porcentajes llegaban aproximadamente al 25% y 65%, respectivamente, de su capitalización bursátil[10].

2.2.1 Administradora de Fondos de Pensiones

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) son inversionistas institucionales con un horizonte de colocación de sus recursos a largo plazo[11]. El aporte de los trabajadores integra las cuentas individuales de capitalización que forman un fondo que es administrado por la AFP[12].

DRUCKER, afirma que en los Estados Unidos, jurídicamente las cajas de pensiones son propietarias del “Fondo de Pensiones”, pero en realidad son "fideicomisarias". Sus propietarios son los mismos beneficiarios, es decir de

---

[7] GARRIGUES, Joaquín. "Hacia un nuevo ...". Pág. 139.
[8] VELARDE DELLEPIANE, Manuel. El Inversionista Institucional. Gestión del 30 de octubre de 1987. Pág. 10
[9] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984. Pág. 96
[10] DE LA PUENTE WIESSE, Susana. Mercado de Capitales XXXIII Conferencia Anual de Ejecutivos CADE 95 "Perú Empresa, hacia una sociedad para el crecimiento" IPAE 4 al 4 de Noviembre de 1995. Pág. 285
[11] AFP Horizonte S.A. " 4 años del Sistema Privado de Pensiones". Edición MAS COMUNICACION. Primera Edición, Lima Octubre de 1997. Pág. 73
[12] AFP Horizonte S.A. Págs. 11, 12, 13 y 15. El TUO del Decreto Ley 25897 (D.S. 054-97-EF) dispone que las AFP deberán constituirse como sociedad anónima, cuyo objeto social exclusivo es administrar un fondo de pensiones (artículo 13); dicho fondo de pensión está constituido por la suma total de las cuotas individuales de capitalización que a su vez esta integrado por los aportes de los trabajadores (Art. 19); la administración consiste en la inversión de los recursos del Fondo (art. 22)

futuros pensionados[13]. En efecto, el fondo conformado por los aportes de los trabajadores forma un patrimonio independiente (autónomo) al de la AFP[14]; dicho fondo integrado también por el rendimiento de los títulos que adquiere o transfiere, servirá principalmente para cubrir las pensiones de jubilación de los aportantes.

En el Perú, la mayor oferta de acciones disponibles y las perspectivas de un crecimiento económico sostenido, han propiciado las inversiones de los recursos de los fondos de pensiones en estos instrumentos, alcanzado al 30 de junio de 1997 la cifra de S/. 1,210 millones (US $ 455 millones) que representan el 23% de la capitalización de la BVL[15]. En los Estados Unidos, a fines de 1992, las cajas de pensiones poseían por lo menos el 50% de capital social de las grandes corporaciones[16].

2.2.2 Administradora de Fondos Mutuos

La sociedad administradora de fondos mutuos de inversión en valores son sociedades anónimas que tienen por objeto social exclusivo la administración de uno o más fondos mutuos[17].

Los Fondos Mutuos son patrimonios constituidos por aportes de personas naturales y jurídicas para ser invertido en valores predominantes de oferta pública. El patrimonio de los Fondos Mutuos está dividido en cuotas e incorporados a títulos valores, las que son adquiridas por los inversionistas. En nuestro país los fondos mutuos tienen la característica de ser de capital abierto, lo que significa que la sociedad administradora está obligada a redimir tales títulos, dando a este producto una característica de liquidez importante. Los Fondos Mutuos constituyen uno de los mecanismos de ahorro e inversión más difundidos en el ámbito mundial[18]

BARDELLA[19] señala como antecedente legislativo en nuestra patria de los Fondo Mutuos de Inversiones al D.S. 093-68-FO del 14 de Agosto de 1968, cuyos fundamentos para constituirlos en el país se enuncia en su parte considerativa, al que nos remitimos: "Es conveniente encausar adecuadamente la mayor utilización de los ahorros de pequeños y medianos inversionistas mediante la formación de sociedades calificadas en la que tengan participación efectiva y de modo tal que le garantice la conservación del valor real de su inversión y al mismo tiempo les permitirá un rendimiento mas seguro del que obtendrían mediante inversiones individuales", que "mediante la constitución de fondos mutuos se logrará una nueva fuente de recursos para el financiamiento industrial y se hará accesible la propiedad de las industrias a un amplio sector de la población contribuyendo mayor factores al fortalecimiento de la estructura socio-económico del país", "la adopción de medidas que

[13] DRUCKER, Peter F. "La sociedad Post-capitalista". Grupo Editorial Norma. Bogotá - Colombia,1994 Pag. 85
[14] El D.S. 004-98-EF (Reglamento del TUO de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones) en el artículo 60 señala que el fondo constituye un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la AFP.
[15] AFP Horizonte S.A. Obra citada. Pág. 72
[16] DRUCKER, Peter F. Obra citada. Pág. 85
[17] Art. 289 del TUO de la Ley de Mercados de Valores
[18] RIVERA VIA, Rondny. Fondos Mutuos. Valores Nº 23 CONASEV Lima Enero 1997.Pág. 23
[19] BARDELLA, Gianfranco. Mesa redonda "Banca y Bolsa" Revista del Instituto Peruano de Desarrollo Bancario. Vol. II Nº 2. Diciembre de 1978.Pág. 80

alienten la inversión interna creará un dima propicio para desalentar la salida de ahorros al exterior y el consumo superfluo, evitándose así la fuga de divisas en beneficio de la Economía nacional".

Ampliando los fundamentos vertidos en la parte considerativa del dispositivo legal antes mencionado, podemos decir que, a un inversionista se le hace difícil enterarse diariamente de toda gama de alternativas existentes en el mercado y tratar de decidir por sí mismo que es lo que más le conviene hacer. Un fondo mutuo admite un manejo profesional, un seguimiento constante. Es una cartera ágil, en la que se evalúan constantemente las posibilidades con el objeto de obtener un rendimiento óptimo del patrimonio de sus asociados. Antes que representar una competencia a la inversión directa en papeles bursátiles se convierte, por su alcance, en su complemento[20].

2.2.3 Administradora de Fondos de Inversión

El Decreto Legislativo 862 definió al fondo de inversión como un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en todo tipo de bienes y derechos tales como valores mobiliarios inscritos en el régimen público del mercado de valores, valores mobiliarios no inscritos, inmuebles y derechos sobre ellos. Los fondos de inversión se encuentran bajo la gestión de una sociedad denominada sociedad administrativa de fondos de inversión, por cuenta y riesgo de los participas del fondo.

Rivero Zevallos y Flores Lama[21] describen algunos elementos que distinguen a los Fondos de Inversión de los Fondos Mutuos de Inversión en Valores, entre ellos se encuentran: los criterios de diversificación, dado los niveles de riesgo diferenciados existentes entre los activos, donde estos destinan sus inversiones (acciones, bienes raíces, valores no inscritos, etc.); el carácter predominante cerrado (número de cuotas fijo), lo cual implica que estas últimas no son susceptibles de rescate, reembolso o de incremento de su valor por nuevas aportaciones, dado que por la naturaleza de los activos en los cuales invierte el fondo de inversiones sus recursos, éste no cuenta con la liquidez inmediata que le permita sujetarse con facilidad a la posibilidad de rescate de sus cuotas y la condición necesaria de una asamblea de participes y comité de vigilancia, a fin de permitir un mayor control de la gestión de la sociedad administrativa por parte de los participes.

.

Los Tipos de Fondos de Inversión podemos clasificarlos de la siguiente manera:

a) Fondo de Inversión Mobiliaria, será aquel que destine los recursos del fondo de inversión en los valores mobiliarios, operaciones y/o depósitos (Art. 27 del Decreto Legislativo 862);

---

[20] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984. Pag. 89.

[21] RIVERO ZEVALLOS, Carlos y FLORES LAMA, Oscar . Fondos de inversión y sus sociedades administradoras. Valores Nº 23 CONASEV. Lima Enero 1997.Pag 34.

b) Fondo de Inversión en Desarrollo de Empresas, será aquel que destine predominantemente los recursos del fondo para su inversión en valores mobiliarios no inscritos en el registro (Art. 27de D.L 862)

c) Fondo de Inversiones Directa, será aquel que predominantemente destine los recursos del fondo para su inversión directa en actividades económicas que involucren extracción, transformación y/o comercialización de bienes y servicios.

2.2.4 Los Bancos

El Banco es la empresa dedicada a operaciones de carácter financiero, que recibe dinero del público, en forma de depósito o cualquier otra modalidad convenida, y utiliza ese dinero, junto con su propio capital y el de otras fuentes, en conceder créditos y realizar inversiones por cuenta propia.

2.2.5 Empresas de Seguros

Son empresas que tienen por objeto celebrar contratos, mediante las cuales ésta se compromete, dentro de ciertos límites y a cambio de una prima, a indemnizar un determinado daño, o satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones pactadas, en el caso de ocurrir un determinado suceso futuro e incierto. Estas compañías deberán constituir reservas técnicas por los siniestros ocurridos o calculados, los que deberán estar respaldados, entre otros, por acciones cotizadas en bolsas[22]

3 Evolución de la sociedad anónima

Berle, citado por WINISKY[23]**,** señala que la evolución de la sociedad anónima en cuanto al accionista lleva las siguientes etapas:

La primera etapa, en que los accionistas controlan en verdad la sociedad, pues por su número y las proporciones de sus aportes en el capital social tienen una directa posibilidad de derivación en la elección del directorio que rige los destinos sociales; este tipo social se llama **compañía cerrada (close)**.

La segunda etapa, coincidente con un aumento de número de accionistas y la autorización de la mayoría, los accionistas pierden la posibilidad de hacer aquella elección y se limitan a otorgar poderes a quienes los gerentes, muchas veces indican, y que así pueden ser verdaderos electores. Se produce así en estas **sociedades abiertas (open)** una pérdida de control por parte del accionista corriente y queda en manos de uno o varios accionistas importantes y de la gerencia.

La tercera etapa se produce cuando la distribución de las acciones se ha hecho en manos de innumerables tenedores y se ha producido su dispersión en el territorio nacional y aún en el ámbito internacional hace imposible todo control, queda así en

[22] Art. 311 de la Ley 26702 (Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Organica de la Superintendencia de Banca y Seguros)

[23] WINISKY, Ignacio. ACCIONISTA, ACCION, LINEAMIENTOS GENERALES. Boletín del Instituto Centroamericano de Derecho Comparado. Nos. 1-2. Junio 1962 - Junio 1963. Tegucigalpa, D.C. Honduras, C.A. Pág 149

manos de la gerencia sin posibilidad alguna de control accionario, salvo situaciones muy excepcionales. Tenemos entonces una verdadera ***"quaci-public corporation"***.

La cuarta etapa se produce luego por una concentración de esas acciones dispersas a empresas como los fondos comunes de inversión, Bancos, Cajas de Previsión Social, Compañías de Seguros, etc., que se les conoce como accionistas institucionales. El control de esas instituciones de parte de accionista individual es muy relativo y prácticamente inexistente. Todo esto incide en la composición del directorio, en la derivación de la gestión social a un equipo técnico, en la política de producción y de solicitación de capitales. Es por ello que la intervención del estado para vigilar el comportamiento de la administración es importante; además, la intervención profesional de los accionistas institucionales, cuya participación en la estructura accionaria es preponderante, trae como consecuencia que órganos de la sociedad, que parecían condenados a su extinción, como las juntas generales de accionistas, comienzan a tener importancia.

4 Clases de sociedad anónima

BROSETA PONT[24] y GIRON TENA[25] consideran la existencia de tres tipos de sociedades anónimas, también reconocidas en la vigente Ley General de Sociedades, las que pasamos a reseñar en sus aspectos más relevantes:

4.1 Sociedad Anónima Ordinaria

Comprende a las sociedades anónimas con permanente funcionamiento de sus órganos deliberantes y administrativos; suelen estar representadas, por sociedades de mediano tamaño y de cifra de capital, normalmente no cotizada en bolsa, con acciones repartidas entre sus accionistas que, en general, no suelen trasmitir sus acciones con finalidad especulativa y que acostumbran a ejercitar todos sus derechos sociales.

4.2 Sociedad Anónima Cerrada

Las sociedades cerradas o frecuentemente familiares son entes con muy escaso número de accionistas, en las que predomina el *"intuito personae"* frente al *"intuito pecunie"*. Sus acciones no son libremente trasmisibles, y, en ocasiones, se constituyen para ejercitar el comercio con el beneficio de la responsabilidad limitada. Normalmente desarrollan la pequeña o mediana empresa, en el Perú suelen también presentarse en la gran empresa, tomando muchas veces la forma de una sociedad holding[26]. La Ley General de Sociedades ha diseñado un régimen especial facultativo para este tipo de sociedades, si reúnen, además, los requisitos de no tener más de veinte accionistas ni acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores[27]. La característica fundamental de este tipo de sociedades anónimas, es que tienen una serie de limitaciones a la libre trasmisibilidad de las

[24] BROSETA PONT, Manuel. Manual de Derecho Mercantil. Editorial Tecnos. Madrid 1983. Pie de Pág. 178
[25] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción preferentemente a la luz de la experiencia estadounidense". Revista de Derecho Mercantil. Nº 196-197. (abril - septiembre) Madrid 1990. Pie Pág. 990
[26] La Sociedad holding, es aquella Compañía de inversiones que se forma con el propósito de tener el control de una o más compañías subsidiarias. Ésta no tiene objeto comercial o industrial propio; dicho objeto está constituido por el dominio o manejo de otras sociedades.
[27] Art. 234 de la Ley General de Sociedades

acciones. Por otro lado, la ley simplifica los requisitos formales para la convocatoria a Junta General de Accionistas ya que pueden realizarse Juntas no presenciales; las funciones del Directorio pueden ser asumidas por el Gerente General, siendo facultativa la existencia de dicho órgano y existe la posibilidad de la exclusión de accionistas si el pacto social o el estatuto lo establecen.

4.3 Sociedad Anónima Abierta

Las sociedades abiertas, se caracterizan por tener acciones que se trasmiten frecuentemente en el mercado de valores, son sustancialmente bursátiles, sus socios se encuentran dispersos, o dispersados, desatendidos de la sociedad y atentos a su cartera de valores, estos no poseen la tradicional "affectio societatis", excepto el grupo que la controla. El control de estas sociedades se obtiene por diversos medios ejecutivos. A estas sociedades se le llaman también Sociedades Mamuth. Son arquetipo de la gran empresa capitalista.

La Ley General de Sociedades ha delineado un régimen especial obligatorio para este tipo de sociedades[28]; ello significa que, las sociedades que hayan hecho oferta pública de acciones, tengan más de setecientos cincuenta accionistas o más del treinta por ciento de su capital pertenece a setenta y cinco o más accionistas deben adoptar este régimen. Existe la posibilidad de que cualquier Sociedad Anónima, si se constituyó como tal o todos los socios con acciones comunes lo decidan, pueda adoptar este régimen. Las características centrales de este régimen son: la inscripción de sus acciones en el Registro Público del Mercado de Valores, el control de la CONASEV, la invalidez de las estipulaciones que limiten la libre trasmisibilidad de las acciones, la posibilidad de excluir el derecho de preferencia de los accionistas en el aumento de capital por nuevos aportes, la obligación de tener auditoria externa anual, el derecho de información se podrá ejercer fuera de la junta, etc.

5. Inferencias Preliminares.

a) La sociedad anónima, como mecanismo jurídico colector del ahorro público, es la forma de organización económica que responde a las necesidades de satisfacer las exigencias de grandes masas de consumidores de bienes y servicios

b) Este mecanismo colector del ahorro público, busca estimular al accionista, con un haz de derechos subjetivos, como contrapartida al aporte, estando su responsabilidad limitada al mismo.

c) Junto con una masa de accionistas individuales, que con pequeñas sumas de dinero aportan un capital considerable, el inversionista institucional aparece como un mecanismo utilísimo para fortalecer la capitalización empresarial.

d) En una primera etapa de la evolución de la Sociedad Anónima los accionistas controlaban en verdad la sociedad; posteriormente, existe la pérdida de control por parte del accionista corriente y queda en manos de uno o varios accionistas importantes y de la gerencia; finalmente, la distribución de las acciones se ha

[28] Arts.249 y siguientes de la Ley General de Sociedades

hecho en manos de innumerables tenedores dispersos en el territorio nacional e internacional que hace imposible todo control accionario, quedando así tal control en manos de la gerencia. Si bien estas etapas corresponden a los tipos de sociedades cerradas, ordinarias y abiertas, las mismas interactúan en la actualidad, según los intereses que se encuentren en juego.

Capitulo III
EL OBJETO SOCIAL, LA ACCIÓN, EL PATRIMONIO Y EL CAPITAL SOCIAL

1. Relación entre objeto y capital social

La actividad o conjunto de actividades económicas que la sociedad establece en el Estatuto Social bajo el nombre de "objeto social", influye notablemente sobre del negocio asociativo, tiene una función de garantía que se puede apreciar desde el ángulo de la sociedad, los socios y terceros.

Con relación a las actividades de la sociedad, fija el ámbito de las mismas y el de sus administradores y representantes, el objeto social es la pauta interpretativa para atribución de responsabilidad, enmarca la competencia del obrar de los órganos sociales que se expresa en las actividades en que cabe sea invertido el patrimonio social, y permite definir el interés social.

Respecto a los socios, delimita la vinculación inherente a sus declaraciones de voluntad en el momento constitutivo, pues el accionista manifiesta su voluntad en consideración al objeto social, ya que de las actividades económicas que pretenda ejecutar la sociedad depende su decisión de colocar o no sus ahorros como aporte al capital de la sociedad.

En cuanto a los terceros, permite conocer los actos que los integrantes del órgano de representación pueden realizar para obligar válidamente a la sociedad, otorgándoles la seguridad jurídica.

Como se aprecia, el objeto social, dice Gagliardo, tiene incidencia en la esfera de actividad de la sociedad, en los derechos de socios y seguridad jurídica de terceros[29].

El aporte a una sociedad está constituido por el bien o los bienes que el socio se compromete a poner a disposición de la sociedad con el fin de que ésta pueda ejecutar las actividades descritas en el objeto social. Se considera como importante la necesidad de una relación entre objeto y capital social[30], ya que el capital social se empleará en financiar el objeto social, por lo que debe existir una razonable relación entre éste con el capital social[31].

Se puede pensar que, en países como el nuestro, el abandono o no exigencia del capital mínimo para las sociedades terminaría por permitir a los socios estipular montos exiguos de capital social. Es preponderante establecer con claridad que la omisión de la exigencia del tope mínimo no significa la permisibilidad que con capitales ínfimos o capitales exiguos se constituyan sociedades de mínima consistencia económica. No interesa que nazca el mayor número de sociedades, sino que estas sean viables, que cuenten con medios que aseguren su vida ulterior próspera.

---

[29] BARREIRO, Rafael F. Meditaciones Acerca del Objeto Social. http://www.societario.com/revista/1/doctrinaframe.htm y GAGLIARDO, Mariano. Sociedades Anónimas. Editorial ABELEO-PERROT. Buenos Aires, 1998. Pág. 27

[30] GAGLIARDO, Mariano. Sociedades Anónimas. ... Pág. 363

[31] MASCHERONI, Fernando H. Sociedades Anónimas. Editorial Universidad. Buenos Aires, 1999.. Pág. 54

Barreiro dice que si el objeto social define el conjunto de actividades que los socios se proponen cumplir bajo el nombre social, guarda entonces relación de necesaria proporción con el capital, en tanto que el conjunto de aportes de los socios están ordenados a la consecución de dicho fin; en tal sentido, un capital social desproporcionadamente reducido en su magnitud determinará la imposibilidad *"ex origine"* de cumplir el objeto, que debe, por esencia, ser fácticamente posible[32].

El registrador, calificador de la legalidad de la constitución social, no debe prescindir del análisis de la posibilidad de cumplir el objeto con el capital social asignado originariamente, por tanto, ésta autoridad registral debería observar aquellos estatutos en los cuales el capital social sea juzgado manifiestamente insuficiente para el cumplimiento del objetivo[33]. Pero no quiere decir que arbitrariamente se pretenda comprobar la existencia de un equilibrio patrimonial entre el capital social y el objeto social, solo debe exigirse la justificación respectiva que pueda proporcionar al inversionista la información suficiente para que se encuentre en posibilidad de tomar la decisión que más le convenga.

Como se aprecia, el capital social está constituido por los aportes que los socios se comprometen a entregar para financiar el objeto social, debiendo existir una razonable relación entre el capital social y el objeto social. La falta de exigencia legal de un monto mínimo de capital social no significa amparar la constitución de sociedades con montos exiguos de capital social ya que es importante que las sociedades sean viables, pues un capital social desproporcionadamente reducido en su magnitud determinará la imposibilidad *"ex origine"* (desde el origen) de cumplir el objeto. En tal sentido el registrador debe observar el capital social que juzgue exiguo para el cumplimiento del objeto social.

2. El Capital Social y el Patrimonio Social

El Patrimonio es el conjunto de derechos y obligaciones de una sociedad que constituye una universalidad afectada a su actividad económica[34]. Su cuantía está sometida a las mismas oscilaciones que el patrimonio de una persona individual: aumenta si la actividad económica es próspera, disminuye en el caso contrario. En el primer caso, el valor de los bienes y derechos del activo (dinero, cosas, derechos, valores económicos de toda clase) será superior al pasivo (deudas). En el segundo caso la diferencia entre el activo y pasivo será negativo[35]. El patrimonio de la sociedad en un inicio se forma por el capital aportado; más tarde, por los bienes y derechos que ha ido adquiriendo y/o las deudas que contrae, dicho patrimonio puede aumentar o disminuir.

El capital social no coincide necesariamente con el patrimonio neto de la sociedad, esto es, con el valor efectivo del activo social deducido el pasivo, valor que podrá ser o superior al capital social (en este caso la sociedad dispondrá, además del capital

[32] BARREIRO, Rafael F. Ob.cit. http://www.societario.com/revista/1/doctrinaframe.htm
[33] Ver: BARREIRO, Rafael F. Ob.cit. http://www.societario.com/revista/1/doctrinaframe.htm; MASCHERONI, Fernando H. Sociedades Anónimas... . Pág. 54
[34] MORALES ACOSTA, Alonso. El Patrimonio Empresarial en la Ley de Reestructuración empresarial. http://www.asesor.com.pe/teleley/130b.htm
[35] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Tomo II. Reimpresión de la séptima edición. Editorial Temis. Bogotá-Colombia. 1987. Pág. 134

social, de reserva y otros beneficios) o inferior (en este caso la sociedad habrá sufrido pérdidas)[36].

El capital social es, solamente una cifra permanente de la contabilidad, que no necesita corresponder a un equivalente patrimonial efectivo. Indica esa cifra del patrimonio que debe existir, no el que efectivamente existe[37].

El capital de la sociedad comercial constituye un elemento establecido en el estatuto, por tanto, legalmente fijo e invariable, salvo en virtud de una modificación del estatuto. En contraste con la variabilidad del patrimonio, está la fijeza del capital social determinado en el estatuto en una cifra exacta; la realidad económica representa el primero, entidad jurídica y contable el segundo[38].

El capital social constituye el patrimonio inicial de la sociedad, también sirve como medida, durante su existencia, para regular los derechos de los accionistas y terceros. Y por ser un dato constitutivo, su modificación importa un cambio sustancial en la existencia de la sociedad que solo se puede efectuar mediante los procedimientos y con los requisitos exigidos por la ley[39].

Si al concluir el primer ejercicio social la empresa ha presentado pérdidas, el capital de la sociedad permanece inalterado, a pesar de ellas, pero su patrimonio, en cambio, ha disminuido en la medida exacta de esas pérdidas. Sí, por el contrario, ha arrojado beneficios, igualmente el capital permanece fijo, a tiempo que el patrimonio refleja en los activos del balance su crecimiento[40].

Heinsheimer[41] dice que el capital de la sociedad no guarda por consiguiente una relación fundamental con el patrimonio o hacienda de aquella. Este, como el de otra persona física o moral, y, en particular, el de todo comerciante, lo constituye, objetivamente, un conjunto de valores activos y pasivos, inmuebles, mercancías, créditos y deudas en constante variación en cuanto a su número y valor. Por el contrario, el capital social es una cifra solamente alterable con las formalidades necesarias para poder llevar a cabo cualquier variación en los Estatutos de la compañía; una cifra puramente ficticia, cuya función primordial consiste en servir de módulo, con arreglo al cual se determinan los derechos respectivos de los accionistas.

No obstante, el capital social realiza una misión de orden sustancial, la regla de que las acciones no pueden emitirse por un importe inferior a su valor nominal, trae como resultado, que el patrimonio de la empresa no puede ser, en el momento de iniciar sus operaciones, inferior a lo que representa el valor nominal de las acciones en circulación[42], y ello constituye una garantía tanto para los accionistas como para los acreedores.

---

[36] ASCARELLI, Tullio. Sociedades y Asociaciones Comerciales. Ediar S.A. Editores. Buenos Aires. 1947. Pág. 74
[37] GARRIGUES, Joaquín. Ob.cit. Págs. 134 y 135
[38] ASCARELLI, Tullio. Ob.cit. Pág. 94
[39] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit. Pág. 146
[40] RESTREPO DUMIT, Carlos. Acciones y Accionistas. Rev. Estudios de Derecho. Vol. XV, Nº 43, Octubre 1953. Fac. Derecho y CC. PP.. Univ. de Antioquia. Pág. 487
[41] HEINSHEIMER, Karl. "Derecho Mercantil". Editorial Labor S.A. Barcelona 1933. Pág. 126
[42] La legislación nacional plantea una excepción a dicha regla el artículo 85, si el valor de colocación de la acción es inferior a su valor nominal, la diferencia se reflejará como pérdida de colocación. Las acciones colocadas por monto inferior a su valor nominal se consideran para todo efecto íntegramente pagadas a su valor nominal cuando se cancela su valor de colocación. Ordinariamente esta excepción se aplica en los aumentos de capital.

Por otro lado, en el ulterior desenvolvimiento del negocio, esta correspondencia entre patrimonio y capital social queda indudablemente rota. Lo esperado es que el importe del patrimonio de la compañía sobrepase la cifra del capital nominal, aunque en otras, como consecuencia de pérdidas experimentadas, puede ser inferior a éste; sin embargo, la institución del capital como cifra fija hace imposible que se dé el caso de una disminución de patrimonio por haber repartido a los accionistas unos beneficios excesivos, puesto que en el balance, la suma representada por el capital social, debe figurar en el "pasivo", y únicamente cuando éste se halle cubierto podrán aparecer ganancias. En tal sentido, la sociedad puede distribuir entre los socios sólo parte del patrimonio neto que supera el capital social (además de la reserva legal)[43].

Los socios no tienen ningún derecho sobre los bienes que forman ese patrimonio. El derecho del socio frente a la sociedad, es de carácter mobiliario, aunque la sociedad sea dueña de inmuebles[44]. Se ha logrado progreso jurídico al admitirse que los socios no eran copropietarios de una indivisión, sino que tenían los bienes comunes como una propiedad colectiva administrada por uno o varios de ellos. Ha quedado consagrado que, los aportes de los socios forman un patrimonio social distinto del de cada uno de ellos[45], y que este patrimonio responde por las obligaciones de la sociedad[46]

Es la sociedad, persona moral, propietaria de los bienes que le han sido aportados por los socios o que ha adquirido después de su constitución y los socios no tienen ningún derecho sobre los bienes que figuran en este patrimonio[47].

3 La acción en la Sociedad Anónima

3.1 Importancia

Como se ha comentado, los empresarios, para ejecutar proyectos de inversión, utilizan, entre los medios más importantes de financiamiento, la deuda y aportes al capital social. Los mecanismos jurídicos empleados por el empresario en el caso de endeudamiento son: el mutuo, comodato, arrendamiento, etc., o sea, haciéndose trasmitir la propiedad o el uso del mismo por terceros. Para el financiamiento mediante aportes al capital social el empresario debe recurrir a la forma asociativa, o sea, con la participación de los socios en la sociedad. Pero para buscar un equilibrio en el financiamiento, es preciso, adoptar una mixtura de ambas formas de inversión.

La participación de los socios en la sociedad anónima está representada por acciones; la medida de la participación del socio se expresa en una cifra de dinero con relación a la entidad del capital social, o sea, en cifra determinada

[43] ASCARELLI, Tullio. Ob.cit. Pág. 74
[44] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley de Sociedades Mercantiles. Imprenta de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima 1967. Pág. 24
[45] RIPERT, Georges. "Tratado Elemental de Derecho Comercial". Tomo II. Tipográfica Editora Argentina. Buenos Aires. 1954. Pág. 10
[46] El artículo 31 de la Ley General de Sociedades dice "El patrimonio social responde por las obligaciones de la sociedad, sin perjuicio de la responsabilidad personal de los socios en aquellas formas societarias que así lo contemplan".
[47] RIPERT, Georges. Obra citada. Págs. 31 y 32

que, sumada con la de todos los otros socios, da lugar a la cifra del capital social[48].

La aportación capitalista, patrimonial, es la única medida que puede proporcionar el volumen de la participación del accionista en la vida corporativa: a mayor participación más acciones y mayor número de acciones más derechos[49]. El número de acciones que detente el socio gradúa su participación en los beneficios (derecho al dividendo), en la adopción de acuerdos sociales (derecho de voto) y en la división del patrimonio de la sociedad (derecho a una cuota de liquidación)[50].

La Sociedad Anónima es una sociedad de capitales ya que la organización interna de la sociedad y el ejercicio de los derechos de los accionistas, respecto a la gestión, utilidades y el saldo de liquidación patrimonial de la sociedad, se rigen en principio por el monto del aporte del accionista a la formación del capital social y en general, atendiendo a los porcentajes de propiedad accionaria respecto del capital social, sin importar por ello las condiciones personales del socio[51]. Cuantas más acciones, más derechos, mayor preponderancia y mayor influencia en la administración y en las decisiones de la sociedad[52].

La acción también refleja en su valor el estado patrimonial de la sociedad, si el patrimonio ha aumentado con relación a la época de la constitución de la sociedad, el valor económico de las primitivas acciones, es superior a su valor nominal; en este caso habría una diferencia entre el valor nominal y el valor económico de las acciones. Esa diferencia representa, justamente, el excedente patrimonial que resulta de cotejar el patrimonio inicial, equivalente al capital, y el patrimonio presente de la compañía[53].

En síntesis, la acción realiza varias funciones básicas en la sociedad anónima: es instrumento para reunir capital con el fin de realizar por medio de la sociedad emisora una actividad económica concreta; para ejercitar los derechos sociales; para transmitir de modo fácil, rápido y segura la participación económica de un sujeto en una sociedad anónima determinada; y representa indirectamente, en su valor, la situación económica de la sociedad a la que pertenece. Estas funciones de la acción ofrecen una especial atracción para los inversores de capital[54].

3.2 Definiciones y naturaleza jurídica de la acción

La palabra acción indica que el socio de una sociedad anónima tiene un derecho en la sociedad, fundamentalmente el derecho a participar en sus beneficios. Esta palabra abarca el derecho del socio en una sociedad de

[48] ASCARELLI, Tullio. "Sociedades y Asociaciones Comerciales". Ediar Editores. Buenos Aires 1947. Págs. 91
[49] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I. Segunda Edición Pág 351
[50] GARRIGUES, Joaquín. Curso de Derecho Mercantil. Editorial Porrúa S.A...Tomo I. México 1993. Pág. 450
[51] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Derecho Comercial". Tomo II. Publicaciones de la Universidad de Lima. Segunda Edición 1994. Lima Perú. Págs. 75 y 76
[52] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y los Derechos del Accionista. COMENTARIOS AL RÉGIMEN LEGAL DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES. Dirigido por Rodrigo Uria, Aurelio Menéndez, Manuel Olivencia. Las Acciones Tomo IV. Editorial CIVITAS S.A. Madrid 1992. Pág 15
[53] RESTREPO DUMIT, Carlos. Ob.cit. Pág. 487
[54] BROSETA PONT, Manuel. Manual de Derecho Mercantil. Editorial Tecnos. Madrid 1983. Pág. 218

capitales y el título que no solamente comprueba sino representa el derecho[55].

Gay de Montellá define a las acciones como títulos transmisibles que representan las partes o fracciones en que esta dividido el capital social y que confieren a sus poseedores iguales derechos sobre sus beneficios sociales, respondiendo con su valor, de las obligaciones contraídas por la compañía que las emite[56]; Joaquín Rodríguez expresa que "la acción es un título valor que representa una parte del capital social y que incorpora los derechos y obligaciones de los socios, relacionados con su participación en la vida social[57]".

A los accionistas lo que los vincula a la sociedad no es el contrato social sino la tenencia de un título negociable, de manera que a cada instante, por la libre trasmisibilidad de las acciones, se producen mutaciones entre ellos, sin que se resienta la estructura orgánica de la sociedad.

Se observa que la doctrina mercantil conceptúa a la acción en sus tres facetas: como parte alícuota del capital, como un medio de configurar la condición de accionistas y como un título-valor[58].

La acción es ante todo una de las múltiples partes en que se divide el capital de las sociedades anónimas. Pero no podía limitarse el legislador a contemplar la acción bajo ese aspecto, también se regula la acción como conjunto de derechos integrantes de la posición de socio y como título o documento al cual se incorporan esos derechos[59]

En cuanto a la naturaleza jurídica de las acciones, deben reputarse como bienes muebles, cualquiera que sea la clase de bienes que formen el capital social[60]. El accionista no tiene derecho sobre el patrimonio de las sociedades, sino, un derecho a cargo de una entidad de la que es miembro, este derecho se incorpora a un documento transmisible denominado también título mobiliario[61]. El Art. 886 del Código Civil prescribe que las acciones que detenta cada socio en la sociedad son considerados como bienes muebles.

La acción está claramente definida como un valor mobiliario, ya que se trata de un título que tiene una participación en el patrimonio incluyendo capital y las utilidades[62]. En el mercado de valores se manifiesta la existencia de una progresiva objetivación o cosificación de los derechos del socio, o sea, la uniformación de la posición jurídica del accionista como titular de un valor mobiliario que es objeto fungible de un mercado público[63]. La acción ha sido y

[55] RIPERT, Georges. Obra citada. Pág. 306
[56] MARTÍNEZ VAL, José María. Derecho Mercantil. Edit. Bosch. Barcelona 1979. Pág. 160
[57] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. "Derecho Mercantil " Editorial Porrúa. México 1994. Tomo I. Pág. 85
[58] HUNDSKOPF E., Oswaldo. "Derecho Comercial". Tomo II. Publicaciones de la Universidad de Lima. Segunda Edición 1994. Lima Perú. Págs. 10 y 88
[59] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I. Segunda Edición. Madrid. Pág 348
[60] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios .... Págs. 193 y 194
[61] ARIAS SCHREIBER PEZET, Max. Exégesis del Código Civil Peruano de 1984. Tomo IV. 1era. Edición. Librería Studium, LIMA 1991. Pág 65
[62] MONTOYA ALBERTI, Hernando Régimen de Trasmisión de Acciones. Revista Peruana de Derecho de la Empresa. "Sociedades y Mercado de Valores". ASESORANDINA. Lima, Noviembre de 1994. Pág 50 y 51.
[63] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: Ley de Sociedades y Mercado de Valores. VALORES.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV. Año VII Nº20. Enero-1996. Pág 61

es el valor mobiliario por excelencia. En la incorporación de los derechos que comporta la condición de socio a un título valor y la fácil trasmisibilidad de éste, está el origen del éxito de la sociedad anónima[64].

3.3 Parte alícuota del capital Social

3.3.1 Aspectos Generales

La sociedad anónima nació con el capital dividido en acciones, en la actualidad la acción continúa representando una determinada parte del capital social, confiriendo a su titular la condición de socio y sirviendo de medida de los derechos correspondientes al accionista. El ordenamiento jurídico quiere que cada acción represente una parte alícuota del mismo: una parte proporcional que repetida mida exactamente a su todo[65].

Se define a la acción como parte alícuota del capital social, en razón que el capital necesariamente está dividido en acciones y éstas tienen un valor aritmético, submúltiplo de la cifra de capital. Montoya Manfredi, citando a Benavides Balbín, señala que cada acción es una parte proporcional que representa tantas veces cuantas acciones se hubieran emitido, la suma de éstas mide exactamente el todo; de ahí que la relación existente entre las acciones y el capital es la misma que hay entre las partes y el todo, considerando aquellas como porciones y éste como integridad[66]

La división del capital social en acciones es definidora del número máximo de puestos de socio ya que tienen el carácter de partes indivisibles[67]. Tal indivisibilidad se basa en que la división del capital en acciones esta hecha en la escritura constitutiva y en ésta se fija el valor de cada acción; en tal sentido, las acciones no pueden dividirse, porque si así no fuera, al dividirse las acciones se modificaría por voluntad unilateral el contrato social, situación que jurídicamente no es posible. Lo antes mencionado produce como efecto que, solo pueda reconocerse a un titular jurídico y un voto por cada una de las acciones, de manera que cuando una acción venga a ser propiedad de varias personas éstas tendrían que nombrar por mayoría un representante común[68].

3.3.2 Relación de la acción con el aporte

Para que la acción constituya realmente una parte alícuota de ese capital social, representado por una cifra abstracta a la que debe corresponder un conjunto de bienes puestos en común por los socios, es necesario que aquella cifra indicativa responda a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad, realizada en dinero u otros bienes[69].

---

[64] NIETO, CAROL, Ubaldo. La transmisión de acciones y participaciones sociales. Seguridad jurídica y contratación mercantil. Civitas, Madrid 1994. Pag. 419
[65] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ... Págs 347 y 349
[66] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 194
[67] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y ... Pág. 36
[68] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Ob. cit.. Pág. 83
[69] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y..... Pág 44

La acción es la representación documental de una aportación patrimonial al fondo social y su valor guarda relación con el de cada una de las partes en que se haya dividido el capital de la sociedad; el concepto evidentemente patrimonial de la aportación, se resalta de tal manera que puede negarse el carácter de acción a los títulos que no responden a una entrega susceptible de incorporarse al capital de la sociedad. La nota capitalista de la sociedad anónima exige una perfecta correlación entre la aportación de cada socio y el número de acciones que recibe, no acepta que la actividad industrial, técnica o profesional, pueda formar parte del capital social[70].

Broseta Pont[71] dice que quien suscribe acciones, aporta o se obliga a aportar a la sociedad dinero u otros bienes, cuya cuantía en conjunto ha de ser, como mínimo, igual al valor nominal de las acciones que recibe; es importante que en el momento constitutivo se produzca la equivalencia entre el valor nominal de la acción y el valor de la aportación realizada o prometida por el accionista suscriptor del título.

De no producirse o desapareciera la equivalencia que debe existir entre la cifra del capital social y el valor del patrimonio en momento constitutivo, ocasionaría un latente peligro a la sociedad, a los accionistas e incluso de terceros futuros acreedores. Para que el valor del capital sea igual al patrimonio en el momento constitutivo, es imprescindible que el valor nominal de las acciones suscritas sea igual al de la aportación realizada o prometida por el accionista.

La equivalencia entre valor nominal de la acción y el valor de la aportación realizada o prometida por el accionista suscriptor, se exceptúa en la emisión de accionistas con prima y en otras circunstancias que justifique el interés social, como la emisión de acciones bajo la par, reflejando la diferencia en la contabilidad de la sociedad como pérdida de colocación.

3.3.3 Valor nominal

La noción de valor nominal, surge de la división de la cifra del capital social entre el número de acciones emitidas[72]. De igual modo, la igualdad de su valor nominal se deriva como consecuencia de la percepción de las acciones como parte alícuota del capital[73]. Esta consecuencia, en nuestra legislación derogada era de trascendencia relativa, ya que tal igualdad sólo regía dentro de cada serie de acciones.

En la legislación vigente, así como en la ley mexicana, el mandato es que todas las acciones sean de igual valor nominal, lo que significa, que aunque la sociedad tiene derecho a elegir el valor que quiera para las acciones, en el momento de constitución, todas las que se emitan en ese momento y las que sean puestas al público en momento posterior, han de tener el mismo valor nominal que las primeras[74].

---

[70] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 192, 193, 195 y 196
[71] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Págs. 218, 219, 221
[72] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 195
[73] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios .... Pág. 350
[74] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Ob. cit.. Pág. 83

Garrigues dice que mientras el capital social se expresa en dinero, la acción expresa al mismo tiempo una suma de dinero y una cuota parte del capital social; según se distinga uno u otro aspecto, se habla de acciones de suma (500, 1.000 soles), y de cuota (1/1000, 1/11000 de capital)[75]. Martínez Val considera que nada se opone a que la acción estuviera representada por cuotas, puesto que en ésta se consigna la cifra del capital social y la determinación cuantitativa resulta de una simple ecuación aritmética[76]. Ascarelli menciona que es mas frecuente que en las acciones se indique una cifra determinada y tal que, multiplicada por el número de las acciones emitidas, de precisamente la cifra del capital social[77].

3.3.4 Principios que se desprende de concepción de la acción como alícuota del capital social

a) Principio de Proporcionalidad. De la correspondencia entre el valor nominal de cada acción y el monto del capital social se origina el principio de proporcionalidad, el mismo que inspira la arquitectura del tipo social, en el sentido de que a mayor aportación corresponden más acciones y también mayor porcentaje de derechos[78].

b) Principio de Realidad del Capital Social.- Este principio es entendido como la mínima defensa de los acreedores sociales, se opone a la existencia de acciones cuyo importe nominal no esté cubierto con una efectiva aportación de bienes o dinero. Lo contrario sería dar nacimiento a capitales puramente ficticios, con todos los fraudes y peligros que ello entrañaría[79].

c) Principio de Integridad.- El cual exige que la totalidad de las acciones representativas del capital social se encuentren suscritas, es decir, que tengan un titular individualizado, con capacidad para obligarse y que ha asumido el pago del importe del valor nominal de las acciones[80]. Las acciones que no han sido suscritas no representan valor alguno, pues no está determinada la persona que se responsabilice por la aportación a que ellas se refieren[81].

d) Principio de la Unidad del Capital Social.- Llamado también principio de la determinación, el cual conmina que el capital se encuentre precisado en la escritura de constitución social y en el Estatuto, tanto en lo concerniente a su importe como a la forma como se encuentra dividido y representado en parte alícuota matemáticamente exactas denominadas acciones; de igual manera debe precisarse en el Estatuto las clases o series si es que las hay[82].

---

[75] GARRIGUES, Joaquín. Curso ... .. Pág. 450
[76] MARTÍNEZ VAL, José María. Ob. cit.. Pág. 161
[77] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 272
[78] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y... Pág. 30
[79] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y.... Pág. 44
[80] HUNDSKOPF E., Oswaldo. Ob. cit.. Págs. 83
[81] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios .. .. Peg. 197
[82] HUNDSKOPF E., Oswaldo. Ob. cit.. Págs. 82 y 83

3.4 La acción como título valor

3.4.1 Aspectos Generales

a) La acción como documento apto para la circulación.- La característica principal de la acción es la de ser un título que incorpora derechos de carácter corporativo; las acciones son substancialmente títulos de participación social[83] . La incorporación de la condición de socio a un título y la participación de éste en el capital de la sociedad anónima, ha convertido a la acción en un documento apto para la circulación, facilitando así la trasmisión, prueba y legitimación de la condición de socio[84].

Parte de la doctrina duda del carácter de título valor de las acciones nominativas, porque en estas acciones difícilmente concurren los caracteres considerados como esenciales para todos los títulos valores, como las que pasamos a mencionar:

1) En cuanto a la legitimación por la posesión, se afirma que en las acciones nominativas no basta la posesión del título para legitimar para el ejercicio de los derechos sociales;
2) En cuanto a la literalidad del derecho, se dice que ésta concurre escasamente en las acciones, ya que los derechos que confiere, así como la intensidad de su ejercicio, dependen de estatutos y de la ley, se añade, además que el contenido de estos derechos puede modificarse sin alterar tenor literal de la acción; y por último,
3) En cuanto a la autonomía del derecho incorporado, la cual se piensa que constituye requisito esencial a todo título valor, tampoco se presenta en la acción no liberada, como podrá verse, el adquirente se encuentra obligado a desembolsar el dividendo pasivo no aportado por quien se la trasmitió[85].

La circulabilidad del título es de la naturaleza de la acción, como ocurre en general con los títulos valores, que por ostentar esta nota caracterizadora han sido denominados por algunos tratadistas como "Títulos Circulatorios"[86], ello ha influido en la tendencia predominante que considera a la acción como título valor, al cual se incorporan derechos de carácter corporativo; convirtiéndose en un título de participación social[87].

Messineo dice que a la acción de sociedad se le ha conferido el carácter de título valor, para poder facilitar su circulación, o sea, el traslado de un patrimonio a otro; satisfaciendo en primer lugar a exigencias de orden económico: desinversión, por parte del ahorrador, que es su actual titular y que la enajena; inversión, por parte de quien adquiere la acción; y en segundo lugar, a exigencias de naturaleza jurídica: dimisión y correspondiente adquisición de la cualidad de socio. Es por ello que, el principio del natural destino de la acción sea la libertad de circulación, que es la regla general; en tal sentido, se

[83] URÍA, Rodrigo, Ob. cit.. Pág. 263
[84] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 222
[85] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 222 y 223
[86] MONTOYA MANFREDI, Ulises. . Comentarios .. .. Págs. 216
[87] HUNDSKOPF E., Oswaldo. Ob. cit.. Págs. 89

deben considerar excepciones las hipótesis en que tal libertad quede prohibida, disminuida, o limitada[88].

En consecuencia, tal incorporación material de la acción, como parte del capital y como conjunto de derechos a un documento, ha convertido en un título apto para circular y transmitir esos derechos. El reconocimiento de la acción como un verdadero título valor, es una exigencia del tráfico moderno y ha sido la circunstancia que contribuyó a la descomunal expansión de la sociedad anónima[89].

b) Independencia del nacimiento de los derechos del accionista con la creación del documento que los incorpora.- En la práctica societaria ha sido frecuente que las sociedades no emitan los títulos de las acciones, sin perjuicio de que estas siguieran produciendo sus peculiares efectos, incluso circulando, apoyándose en la escritura de constitución o en el libro registro de las mismas[90] (hoy Matrícula de Acciones). Ello no quiere decir que el accionista pierda tal cualidad, o que no pueda transferirla, o que no pueda ejercitar los derechos que de ella emanan, etc. La ley considera que la cualidad de socio se prueba por la inscripción en la matricula de acciones y que los vínculos reales sobre las acciones se constituyen mediante anotación en dicho libro[91].

Dicha práctica mercantil se explica en el hecho que los derechos que la acción transmite nacen con independencia del título que los incorpora, y pueden existir sin que el título material exista. Lo que demuestra que el título no tiene función constitutiva, pero, una vez que el título se crea, los derechos del socio se incorporan a él de modo inseparable y juntos se exponen a las mismas vicisitudes[92].

c) Derecho a exigir el título.-La función que cumplen los títulos que contienen las acciones explica por que se reconoce al accionista el derecho a exigir a la sociedad el título que acredita su condición de socio y le legitima para el ejercicio de los derechos corporativos[93].

d) Efectos de la incorporación de los derechos en el título.- Una vez impresos y entregados los títulos, la exhibición de los mismos o en su caso del certificado acreditativo de su depósito en una entidad autorizada, será necesaria para el ejercicio de los derechos del accionista[94]. Por ejemplo, para el ejercicio de un derecho tan fundamental como el de asistencia a las juntas generales de accionistas se exige la posesión de los títulos que contienen las acciones[95].

---

[88] MESSINEO, Francesco Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. Relaciones Obligatorias Singulares. Ediciones Jurídicas Europa_América. Buenos Aires. 1955. Pág 397
[89] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. . Comentarios .. .. Pág. 360
[90] URÍA, Rodrigo. Obra citada , Pág. 262
[91] MESSINEO, Francesco. Obra citada . Págs. 417
[92] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. . Comentarios .. .. Pág. 361
[93] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. . Comentarios .. .. Pág. 362
[94] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pag. 421
[95] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ... Pág. 362

e) Formalidades del título o del certificado de acciones.- El artículo 100 de la ley dispone que las acciones emitidas, cualquiera que sea su clase, se representan por certificados; en el certificado está materializado los derechos que contiene la acción, la existencia del certificado o título de la acción implica que la sucesión en la cualidad de socio ha de ir ligada a la trasmisión del documento[96]. No es necesario que cada título accionario represente una sola acción; la práctica conoce, junto a los títulos simples, los títulos múltiplos que representan diversas acciones[97].

Los requisitos formales que deben tener los Certificados de Acciones, Garrigues[98] lo agrupa en tres categorías:

- Requisitos Personales: Que afectan tanto a la persona jurídica de la sociedad como a sus administradores y al notario autorizante de la escritura: denominación de la sociedad, domicilio, fecha de escritura de constitución, fecha de la inscripción de la sociedad en el registro mercantil, nombre del notario autorizante de la escritura y firma de los administradores, la cual podrá ser autógrafa o impresa.
- Requisitos Reales: cifra del capital social, valor nominal de la acción, número, serie y clase a la que pertenece y la suma desembolsada o la indicación de estar completamente liberada.
- Requisitos de Carácter Funcional: Por referirse al régimen interno de la sociedad, la mención de carácter ordinario o privilegiado de la acción y la indicación del objeto del privilegio cuando exista.

3.4.2 Características

a) Título incompleto o de literalidad disminuida.- Pero las relaciones del accionista con la sociedad (los derechos sociales o corporativos) no están definidas ni delimitadas exclusivamente por los términos literales de la acción. La nota de la literalidad del derecho, propio de los títulos valores, esta disminuida en la acción. La acción es un documento necesario y suficiente para el ejercicio de los derechos del socio, pero no es un título completo, porque el contenido de esos derechos no resulta de la acción, sino de los estatutos, en él consta la regulación de los derechos, poderes y obligaciones de los accionistas, y puede variar cuando éstos se modifican sin necesidad de alterar los términos del certificado de acciones[99].

b) Título causal o de participación social.- Garrigues y Uría dicen que la más acusada característica de la acción es la de ser un título valor que no incorpora ni derechos de crédito, como la letra y el cheque, ni derechos reales, como el resguardo de depósito o el conocimiento de embarque, sino un conjunto de derechos corporativos que integran el estado de socio; o sea, las acciones son simplemente títulos de participación social[100]. Por su parte Messineo afirma que, la acción es título valor causal en el sentido de que en él

---

[96] GARRIGUES, Joaquín. Ob. cit.. Pág. 456 y 457
[97] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 273
[98] GARRIGUES, Joaquín. Ob. cit.. Pág. 462
[99] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. . Comentarios .. .. Pág. 361; ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 279; y URÍA, Rodrigo, Obra citda. Pág. 263
[100] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios .. .. Pág. 361

se enuncia el negocio que le sirve de base; que es la participación en la sociedad contra aportación de una parte del capital. La presencia del negocio que sirve de base es siempre advertible en las relaciones entre el socio y la sociedad, o sea, en las pretensiones del socio frente a la sociedad y de la sociedad frente al socio[101].

c) El titular de la acción nominativa es un sujeto cierto y determinado.- En el título que contiene la acción o acciones figura necesariamente el nombre del accionista quien es titular de la acción nominativa; el titular de la acción es un sujeto cierto y determinado.

d) Título nominativos.- Se considera títulos nominativos a los títulos emitidos en serie o en masa que están sujetos a un procedimiento especial para su trasmisión en el que es necesaria la intervención del deudor para que esa trasmisión produzca efectos contra él; ese procedimiento consiste en que, además de la cesión o del endoso, se requiere la inscripción de la transferencia en el Registro que debe llevar el emisor[102].

Para la trasmisión plena de acciones nominativas es necesaria, en primer lugar, la concurrencia de un negocio causal ("causa traditionis") acompañado de la tradición de los títulos; en segundo lugar, esta tradición exige la anotación de la trasmisión en el título mismo (anotación que puede sustituirse por la emisión de títulos nuevos al adquirente), y finalmente, la correspondiente inscripción del adquirente en el libro registro de acciones nominativas[103].

e) La titularidad debe constar en la matricula de acciones.- Las acciones nominativas deberán figurar en la Matrícula de Acciones llevado por la sociedad, en él se inscribirán la creación, emisión, las sucesivas transferencias y la constitución de derechos reales u otros gravámenes sobre ellos[104]. Las acciones nominativas pueden transferirse en las relaciones internas entre transferente y adquirente, también mediante cesión o endoso del título, pero, con respecto a la sociedad y a terceros en general la transferencia no será perfecta sino cuando se realice la correspondiente anotación en los libros de la sociedad[105].

El artículo 92 de la ley dispone que en la Matrícula de Acciones se anota la creación y emisión de acciones, estén representadas por certificados provisionales o definitivos; se anotan también las transferencias, los canjes y desdoblamientos de acciones, la constitución de derechos y gravámenes sobre las mismas, las limitaciones a la transferencia de las acciones y los convenios entre accionistas o de accionistas con terceros que versen sobre las acciones o que tengan por objeto el ejercicio de los derechos inherentes a ellas.

La transmisión es un acto extraño a la sociedad, en el que ésta no interviene para nada, limitándose, una vez realizada, a tomar la correspondiente

[101] MESSINEO, Francesco. Pág 395
[102] PÉREZ FONTANA, Sagunto. Títulos Valores. Cultural Cuzco. Lima 1990. Pág. 189.
[103] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 223
[104] URÍA, Rodrigo. Ob. cit.. Pág. 264
[105] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 274

inscripción en la Matrícula de Acciones. De donde resulta que el valor de la anotación será puramente legitimatorio: sólo estará legitimado el que aparezca inscrito en ese libro. La inscripción o anotación sirve así de complemento a la transferencia[106]. Esta anotación de la transferencia en la Matricula de las Acciones no tiene fuerza constitutiva, sino legitimadora. A estos efectos, la sociedad deberá proceder sin dilación a la realización de la anotación de la transferencia de acciones en la Matricula de Acciones y, en caso de no hacerlo, no podrá ampararse en la falta de inscripción de la transferencia para negar la legitimación del nuevo socio[107].

Montoya Alberti, citando a Bergamo, considera también que es más exacto afirmar que la anotación carece de valor constitutivo en razón que el negocio trasmisivo, tanto en su génesis como en su desarrollo, permanece ajeno a la sociedad; y sólo después de consumado se produce la anotación, que viene a rematar el desplazamiento dominial, con un valor no constitutivo, sino meramente reconocitivo de que el desplazamiento ha tenido lugar, fuera del registro. La anotación no afecta a la esencia del acto, sino a su eficacia frente a la sociedad[108].

La inscripción en la Matrícula de Acciones será necesaria para la legitimación del adquirente frente a tercero, pero no frente a la sociedad que haya recibido oportunamente la notificación de la transferencia[109].

En todo caso de conflicto entre dos adquirentes de una misma acción nominativa, parece que se deba preferir a aquel que tiene la posesión, frente a aquel que ha obtenido antes la anotación en el libro de socios[110].

3.4.3 Procedimiento de transferencia

Las acciones se transfieren por la cesión notificada a la sociedad e inscrita en la Matricula de Acciones[111]. El carácter nominativo, no supone inalienabilidad o prohibición de circulación de la acción, sino solamente que es menor su facilidad en la circulación que la acción al portador[112]. La emisión y negociación de acciones al portador se encuentra vedado en el Perú.

a) Procedimiento clásico.- Por tratarse de títulos nominativos, la circulación de las acciones deben guardar un doble requisito, por un lado, la entrega del título y la documentación de la œsión, por otro lado, debe ser anotada en la Matricula de Acciones[113]. En transmisión de las acciones nominativas, el trasmitente ha de poner la transferencia en conocimiento de la sociedad, acompañada de la exhibición del título, para que pueda ser anotada en el libro especial de acciones nominativas[114]

---

[106] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios .. .. Pág. 369
[107] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289
[108] MONTOYA ALBERTI, Hernando. Ob. cit.. Pág 49
[109] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios .. .. Págs 369 y 370
[110] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág 403
[111] ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor . Ob. cit.. Pág. 323
[112] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág 402
[113] MONTOYA ALBERTI, Hernando. Ob. cit..Págs 46 y 47
[114] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289

b) Endoso de las acciones o Cesión anotada en el título.- Las acciones también podrán transmitirse mediante endoso o cesión anotada en el título, en cuyo la transmisión habrá de acreditarse frente a la sociedad mediante la exhibición del título. Los administradores, una vez comprobada la regularidad de la cadena de endosos o anotación de cesiones, inscribirán en la Matricula de Acciones[115]

Messineo señala que el endoso de la acción nominativa por obra del *non dominus*, no produce por sí solo adquisición del título, ni aun por parte del endosatario de buena fe, en cuanto faltaría, antes de la anotación en el libro de socios y en el título (o antes del libramiento de un certificado nuevo de acción), la *iusta causa adquirendi*[116].

3.4.4 Anotaciones en cuenta

La sociedad anónima no habría conseguido el éxito alcanzado en todos los países sin la materialización de las acciones en certificados o títulos, sin embargo, en la actualidad, las ingentes masas de títulos-acciones que acuden al mercado de valores dificultan el tráfico, en tal forma, que ha sido preciso ir sustituyendo la emisión y el uso de los certificados por otro sistema menos documental, utilizado ya en muchos países, que admite la posibilidad de que se representen las acciones por simples anotaciones en cuentas llevadas por ordenadores según las nuevas técnicas de la informática[117]. El artículo 100 de la ley señala que las acciones emitidas también pueden representarse por anotaciones en cuenta

URÍA[118] sistematiza las características de las acciones representadas por anotación en cuenta:

- La transmisión de las acciones representadas por anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable.
- La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos, y será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.
- El tercero que adquiere acciones representadas por anotaciones en cuenta de persona que según el registro contable, aparezca legitimada para transmitirlas "no estará sujeto a reivindicación" a no ser que haya obrado de mala fe o con culpa grave.
- Frente al adquirente de buena fe la sociedad emisora solo podrá oponer las excepciones que hubiese podido esgrimir en al caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de certificados.

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable[119]; lo que significa que aquí si la referida inscripción tiene efectos constitutivos.

---

[115] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289
[116] MESSINEO, Francesco.. Pág 404
[117] URÍA, Rodrigo, Ob. cit.. Pág. 261
[118] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289 y 290
[119] NIETO, CAROL, Ubaldo Pag. 423

En caso de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta, la titularidad se acredita mediante la exhibición de certificados que serán oportunamente expedidos por las entidades encargadas de registros contables, de conformidad con sus propios asientos a solicitud del titular[120].

Dichos certificados tienen las siguientes funciones y características: sirven de instrumento de acreditación de la titularidad, para la transmisión de los valores y para el ejercicio de los derechos derivados de los mismos, no confiriendo derechos adicionales. No son títulos valores, se prohíbe la realización de actos de disposición que tengan por objeto los certificados. La restitución de un certificado anterior es requisito legal para que las entidades encargadas de los registros contables efectúen las inscripciones relativas a inscripciones y gravámenes.

3.5 Derechos que contiene la acción

Las acciones no incorporan ni un derecho de crédito ni un derecho real, sino un status, precisamente el de socio, del cual derivan derechos y poderes de diversa naturaleza e incluso obligaciones, como las relativas al pago de los dividendos pasivos[121]. Si la titularidad de la acción confiere la condición de accionista, el hecho de que este forme parte de una sociedad le atribuye una condición personal integrada por un conjunto de derechos y obligaciones[122].

Sánchez Andrés explica que, la acción no es un derecho en sí misma, tampoco puede considerarse como un conjunto de ellos, ni cabe estimar que esos derechos integrantes de su contenido merezcan dicha calificación de verdaderos derechos subjetivos en precisos términos técnicos-jurídicos. Este jurista considera a la acción como la pura expresión de aquella posición jurídica compleja que se conoce como la cualidad de socio; cualidad que se nutre de posiciones activas de naturaleza heterogénea y que engloban, derechos en sentido estricto, y prerrogativas que más bien suponen ciertos poderes de configuración jurídica susceptibles de ejercicio individual (concurrir o no a una ampliación por suscripción preferente) o de actuación agrupada (representación proporcional, convocatoria de junta), así como también acciones en sentido rigurosamente procesal e igualmente susceptibles de actuación *uti singuli* o, en su caso, conjunta (impugnación de acuerdos o agrupación para exigir la suspensión cautelar de los mismos)[123].

4 Conjeturas Preliminares

a) Existe una razonable relación entre el capital social y el objeto social, pues el capital social, constituido por los aportes de los socios, tiene por propósito financiar el objeto social en tal sentido un capital social desproporcionadamente reducido en su magnitud para ejecutar las actividades económicas que ejecutará la sociedad, determinará la imposibilidad, desde su origen, de cumplir el objeto social.

---

[120] NIETO, CAROL, Ubaldo. Ob. cit.. Pag. 424
[121] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 279
[122] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 227
[123] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción y... Págs 102 y 103

b) La acción realiza varias funciones básicas en la sociedad anónima: es instrumento para reunir capital con el fin de realizar por medio de la sociedad emisora una actividad económica concreta; para ejercitar los derechos sociales; para transmitir de modo fácil, rápido y segura la participación económica de un sujeto en una sociedad anónima determinada

c) La incorporación material de la acción, como parte del capital y como conjunto de derechos a un documento, lo ha convertido en un título apto para circular y transmitir esos derechos.

d) Los derechos que contiene la acción nacen con independencia del título que los incorpora y pueden existir sin que el título material exista. El título no tiene función constitutiva, pero, una vez que los derechos del socio se incorporan al título, juntos viven de modo inseparable y se exponen a las mismas contingencias.

e) De igual modo, la anotación de la transferencia de acciones en la Matricula de las Acciones no tiene fuerza constitutiva, sino legitimadora, por ello, la sociedad deberá proceder sin dilación a la realización de la anotación de la transferencia de acciones en la Matricula de Acciones y, en caso de no hacerlo, no podrá ampararse en la falta de inscripción de la transferencia para negar la legitimación del nuevo socio.

f) La acción es la expresión de aquella posición jurídica compleja que se conoce como la cualidad de socio, que engloba, derechos en sentido estricto, y prerrogativas que más bien suponen ciertos poderes de configuración jurídica susceptibles de ejercicio individual o de actuación agrupada, así como también acciones en sentido rigurosamente procesal e igualmente susceptibles de actuación individual o, en su caso, conjunta.

Capitulo IV
DERECHOS CORPORATIVOS DEL ACCIONISTA

1. Derechos individuales o fundamentales del accionista

Se ha afirmado que la sociedad anónima es un instrumento para captar capitales, o sea, busca atraer a los poseedores del ahorro para que efectúen una inversión productiva, es por ello que, en exclusivo interés del accionista, éste goza de derechos llamados individuales (o fundamentales); estos derechos se encuentran ligados a su cualidad misma de socio, y en los que se concreta su posición inalienable e insuprimible, inclusive, estos derechos se encuentran, formal y no sustancialmente, contrapuesto al de la sociedad.

La categoría de los llamados derechos individuales de los accionistas, dice Messineo, se justifica con la consideración de que la adhesión a la sociedad no significa renuncia de ciertos intereses de los participantes; los cuales, incluso, son el móvil exclusivo de la participación misma en la sociedad. Lo cierto es que las exigencias colectivas de la sociedad no pueden anular al individuo que en el derecho privado patrimonial, los institutos jurídicos se presentan como instrumentos de los intereses de los individuos[124].

Como regla general, los derechos individuales son inderogables, en el sentido de que no son disponibles por la mayoría, salvo casos concretos, cuando su afectación requiere una causa socialmente apreciable.

Estos derechos no pueden ser modificados por el estatuto ni por la junta general de accionistas (v.g. derecho de separación, impugnación de decisiones de la junta general), o solo dentro de los límites o condiciones que la misma ley determina (derecho de suscripción preferente, acciones sin derecho de voto).

De Gregorio señalaba que existen normas que cautelan una esfera de **interés de los accionistas singulares** la cual no puede tener eficacia una deliberación de la asamblea: este grupo debería comprender los más genuinos derechos individuales. Se distingue de aquella de la hipótesis en la cual la deliberación de la asamblea es válida y tiene siempre cierta eficacia frente a los disidentes de constreñirlos a sufrirla o a perder la cualidad de socios[125].

Las normas mencionadas pertenecen al grupo de aquellas protectoras de derechos individuales de los accionistas, además de inderogables por la Junta de Accionistas, son preventivamente irrenunciables, o sea, los Estatutos no pueden excluirla, pero una vez convertido en derecho concreto, la libre derogabilidad de dichas normas es posible por parte de los mismos accionistas.

Sánchez Andrés[126] menciona que en la evolución histórica experimentada por la sociedad anónima, los derechos con esta triple característica (derechos de miembro,

---

[124] MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. Relaciones Obligatorias Singulares. Ediciones Jurídicas Europa_América. Buenos Aires. 1955Págs. 488 y 489

[125] DE GREGORIO, Alfredo. De las Sociedades y de las Asociaciones Comerciales.En "Derecho Comercial"de Bolaffio-Rocco-Vivante. Tomo 6. Ediar Editores, Buenos Aires 1950. Pag. 573

[126] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal La Acción y los Derechos de los Accionistas. Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por: Uría, Menéndez y Olivencia. Tomo IV. Volumen 1º, Editorial Civitas S.A.. Madrid, 1992. Página 110

inderogables e irrenunciables) se han ido convirtiendo en un fenómeno relativamente residual, ya que pocas son hoy día las facultades del socio que resultan ajenas a la posibilidad de modulación por parte de la Junta o por obra de los estatutos originales o en trance de modificación.

En efecto, existe una flexibilización en la aplicación de los llamados derechos fundamentales del accionista, así por ejemplo existe la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en el aumento de capital en las sociedades anónimas abiertas; asimismo, el derecho de voto puede ser excluido mediante norma estatutaria de creación de acciones sin derecho de voto, pero debe tenerse en cuenta que se presenten dichas exclusiones es necesario privilegiar otros derechos o establecer medios alternativos que cumplan la función del derecho excluido.

El artículo 95 de nuestra Ley General de Sociedades establece una lista de derechos mínimos[127] que la doctrina califica de confusa, equívoca, incompleta e inexacta[128].

Se dice que es confusa, porque existe el riesgo de que aquella declaración ex lege pretenda manejarse luego como evidencia de que hay ciertos derechos, calificados de abstractos, exigibles antes incluso de que concurran los factores o presupuestos legales (existencia de beneficios, acuerdo de aumento del capital, adopción de un acuerdo nulo, puesta en liquidación de la sociedad, etc.) a los que el propio texto positivo supedita el nacimiento y aparición de una prerrogativa concreta, única que verdaderamente la ley regula como derecho en sentido estricto.

Es considerada la lista de derechos mencionada en dicho artículo como equívoca e incompleta porque los derechos relacionados no son todos ni tampoco los únicos "mínimos" que puede disfrutar el accionista, sino, que otros derechos también igual de mínimos han sido regulados en otros puntos de la ley e inclusive puede incorporarse en los estatutos[129].

---

[127] Artículo 95.- Acciones con derecho a voto
La acción con derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos:
1. Participar en el reparto de utilidades y en el del patrimonio neto resultante de la liquidación;
2. Intervenir y votar en las juntas generales o especiales, según corresponda;
3. Fiscalizar en la forma establecida en la ley y el estatuto, la gestión de los negocios sociales;
4. Ser preferido, con las excepciones y en la forma prevista en esta ley, para:
a) La suscripción de acciones en caso de aumento del capital social y en los demás casos de colocación de acciones; y
b) La suscripción de obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones; y,
5. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto.

[128] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y..... . Págs. 105, 106 y 107

[129] En la Ley General de Sociedades se encuentran dispersos otros derechos de los accionistas como por ejemplo:
1) Demandar el otorgamiento de la escritura pública correspondiente a la constitución social y otros acuerdos que requieren de tal formalidad, así como gestionar el perfeccionamiento e inscripción en los Registros Públicos de éstos y otros actos. Arts. 5 y 15.
2) Separarse de la sociedad que se constituya por suscripción pública y obtener el reembolso de los montos que aportó, cuando la asamblea de suscriptores decida modificar el programa de fundación Art. 63.
3) No ser obligado a la realización de aportes adicionales, sin su previo consentimiento Art. 199.
4) Solicitar al juez de primera instancia que compruebe la valoración de los aportes no dinerarios efectuados por otros accionistas Art. 76.
5) Separarse de la sociedad cuando el valor de su aporte no dinerario sea reducido en un veinte por ciento o más, con ocasión de su revisión por el directorio o el juez Art. 76.
6) Quedar liberado de la obligación de aportar en propiedad un bien cierto, sin cargo de indemnización, si ocurriera su pérdida antes de ser entregado a la sociedad por causas ajenas al socio Art. 30.
7) Reponer el bien que iba a aportar en usufructo y que se hubiere perdido antes de su entrega por causas ajenas al socio, por otro que preste los mismos servicios Art. 30 inc.3.
8) Transferir la propiedad de sus acciones (Art. 101) así como afectarlas a cargas y gravámenes Arts. 107, 108, 109 y 110.
9) Solicitar la convocatoria de la junta general obligatoria o estatutaria cuando hubiere vencido el plazo para su reunión previsto por la Ley o, en su caso, por el estatuto, o si habiendo sesionado no hubiere tratado los asuntos que debían ser necesariamente sometidos a su deliberación y votación Art. 119.
10) Solicitar la convocatoria de la junta general, cuando la sociedad haya incurrido en causal de disolución Art. 409.

Finalmente, se señala que la consideración de "mínimos" o los más importantes a los que están en la lista de derechos mencionados en la norma antes referida resulta total o parcialmente inexacta en ciertos casos y en otros vendrá diversificada por los estatutos o directamente por la regulación positiva.

Sánchez Andrés buscando la justificación del establecimiento de una lista de derechos mínimos, expresa que al calificar determinados derechos como mínimos el legislador sólo puede haber pretendido alguna de estas dos cosas: bien sencillamente tratar de prolongar una línea jurisprudencial y con ella una orientación práctica que goza de cierto arraigo en España, o, significar más bien que el juego de la autonomía de la voluntad goza de menor campo de aplicación en lo que toca a la configuración estatutaria o alcance de los poderes de la junta general en relación a tales derechos[130].

En realidad, lo que se trata es distinguir a los derechos pilares que sostienen el status de accionista, el hecho que la lista que lo enuncia sea incompleta no desmerece la intención del legislador. En el caso que las necesidades de la actividad económica de una sociedad anónima requiera excluir alguno de estos derechos, tal exclusión debe ser flanqueado con el fortalecimiento (privilegios) de otros derechos pilares o la aplicación de otros medios alternativos que cumplan semejante función. Aceptar lo antes mencionado, es reconocer la existencia de un sistema flexible en vez del tradicional sistema rígido. La flexibilidad permite adaptar a las circunstancias concretas la aplicación de preceptos que son la síntesis de algún hecho peculiar que por ley se convierte en hecho típico.

2. Los derechos fundamentales y derechos del accionista minoritario

Los derechos de los accionistas minoritarios son los consagrados por las normas que proveen la tutela de las minorías y que suponen identidad de intereses en un grupo (de minoría) de socios a diferencia de los derechos individuales o fundamentales del accionista que se conceden al socio singular, como tal[131].

El concepto de mayoría y el concepto de minoría en una sociedad anónima se limita a la tenencia accionaria; no es un problema de número de personas, sino un problema de número de acciones; la mayoría será aquella persona o aquel grupo de personas que cuenten con las acciones suficientes como para adoptar e imponer su criterio o sus decisiones a la Junta General de Accionistas. De acuerdo a dicho criterio, Elías Larosa considera que la minoría será aquella persona o aquel grupo de personas que, en un momento determinado, tengan un interés contrario al de la mayoría y que, por lo tanto,

---

11) Obtener información sobre todos los documento, menciones y proyectos vinculados a los asuntos que son objeto de la junta general, desde la publicación de la convocatoria Art. 130
12) Hacerse representar en la junta general Art. 122
13) Obtener copias certificadas de los acuerdos de la junta general, desde Art. 137
14) Solicitar la remoción del director que haya participado en la deliberación y resolución de un asunto en el directorio, respecto al cual tenga algún interés contrario a la sociedad.
15) Entablar demanda de responsabilidad contra los directores y gerente(s), cuando hubiesen transcurrido tres meses desde que la junta resolvió la iniciación de la acción, sin que se haya interpuesto la demanda Art. 181
16) A elegir y ser elegidos directores, gerentes.
17) Derechos de cualquier accionista en determinados supuestos:
18) El accionista concurrente a la junta puede dejar constancia en el acta del sentido de las opiniones y votos que haya emitido Art. 135.
19) Impugnar los acuerdos de la junta general, en los casos establecidos por el Art. 140.

[130] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción y... Pág. 108
[131] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág.488

manifiesten una opinión discordante, con un número de acciones con el cual les es imposible imponer su decisión a la Junta General de Accionistas[132].

De Gregorio[133] considera que, cuando la ley dice que un cierto acto puede ser realizado por un determinado número mínimo de accionistas, no es exacto pensar que se trate de derechos atribuidos a una minoría frente a una mayoría, sino, de normas cuya finalidad es la de tutelar el interés del ente.

El mencionado jurista indica que no es admisible una derogación de tales normas, ni en el acto constitución, ni con una modificación estatutaria; tampoco es admisible la eficacia de renuncias singulares para obrar contra las ya efectuadas violaciones de ellas, en cuando aquellas normas atribuyan un medio de impugnación o una facultad de denuncia.

En la Ley General de Sociedades, tenemos algunos ejemplos, que lo pasamos a indicar:

1) Derecho de los accionistas que representan no menos de un décimo (10%) del capital suscrito: Designar un representante que vigile las operaciones de liquidación Art. 414.
2) Derechos de los accionistas que representan no menos de un quinto (20%) de los accionistas suscritos con derecho a voto: Solicitar la convocatoria de una junta general Art. 117; y Solicitar el reparto del 50% de las utilidades del ejercicio, luego de aplicarse la reserva legal Art. 231.
3) Derechos de los accionistas que representan no menos de un quinto: Pedir la suspensión de los acuerdos impugnados Art. 145; y Solicitar la remoción judicial del liquidador de la sociedad, cuando medie justa causa Art. 415 inc. 3.
4) Derecho de los accionistas que representan no menos de un cuarto (25%) de las acciones suscritas con derecho a voto: Que no les sea negada información alguna con ocasión de las juntas generales, sin que el directorio pueda oponer razón alguna Art. 130.
5) Derecho de los accionistas que representan no menos de un cuarto de las acciones suscritas con derecho a voto: Solicitar el aplazamiento hasta por no menos de tres días ni más de cinco, de la junta general ya reunida Art. 131.
6) Derecho de los accionistas que representan no menos de un décimo (10%)de las acciones suscritas con derecho de voto: Solicitar una auditoria sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, así como sobre puntos específicos de la gestión social sometidos a la aprobación de la junta ordinaria Art. 255.
7) Derecho de los accionistas que representan no menos de un tercio del capital social: Iniciar acciones de responsabilidad contra el directorio y el gerente cuando no hubieren sido acordadas por la junta general, siempre que representen un tercio del capital Art. 181 y 189

3. Clasificación de los Derechos fundamentales del Accionista

El conjunto de derechos corporativos integrantes de la condición de socio se puede agrupar de diversas maneras: Garrigues agrupa tres de estos derechos con el carácter económico patrimonial: el derecho de participar en el reparto de estas ganancias

[132] ELIAS LAROSA, Enrique. "La protección del inversionista en la ley de sociedades mercantiles". Bolsa de Valores de Lima. "La ley de sociedades mercantiles y la protección del inversionista". Diciembre de 1982. Págs 91 y 92
[133] DE GREGORIO, Alfredo. Obra citada. Pág. 574 y 573

sociales; el derecho de participar en el reparto del patrimonio resultante de la liquidación, y el derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones. Al derecho de votar en las Juntas Generales lo considera como derecho de carácter político y de naturaleza personal[134].

Davis[135] los agrupa como derecho de control y administración al derecho de voto y al derecho a participar en las asambleas generales; por otro lado, agrupa como derechos de propiedad, al derecho a inspeccionar los libros y documentos de la sociedad, al derecho a retirarse de la sociedad en forma justa, y al derecho a ejercitar determinadas acciones judiciales.

MARTÍNEZ VAL[136] los divide en dos grandes clases: a la primera clase lo denomina "administrativos o políticos" comprendiendo a los siguientes derechos: Asistencia a las Juntas, por si o representados; voto en las mismas, en las condiciones fijadas en los Estatutos; solicitar la convocatoria a Juntas; agrupación de acciones para el voto; información, obtener certificaciones de los acuerdos sociales; impugnación de los mismos; derecho de elección, activo y pasivo. A la segunda clase lo designa como derechos económicos: participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio de liquidación; suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones; revisión de las aportaciones no dinerarios; opción para cubrir las diferencias de valoración; y separarse de la sociedad en los casos previstos por la ley.

Uría[137] del listado de los derechos llamados mínimos por el Art. 48 del TRLSA de España, agrupa a tres de esos derechos como de naturaleza económico patrimonial (el de participar en las ganancias sociales, el de participar en el patrimonio resultante de la liquidación y el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones y de obligaciones convertibles) y a otros tres como de carácter esencialmente político y funcional (el de asistir y votar en las Juntas generales, el de impugnar los acuerdos sociales y el de información); este jurista admite que el referido listado es incompleto pues reconoce a otros derechos fundamentales sin agruparlos en ninguna clase, estos derechos son el de obtener certificaciones de los acuerdos sociales, el de separarse de la sociedad en determinados supuestos y el de negociar o transferir las acciones.

Los criterios que sustentan, tanto la definición de los llamados derechos fundamentales del accionista, como la clasificación de los mismos, se encuentran sujetos a polémica; por ejemplo, la tradicional clasificación de estos derechos en económicos y derechos políticos no es aparente en la actualidad, ya que derechos considerados por naturaleza políticos, como el voto, que históricamente tuvo todas esas connotaciones por su carácter inseparable de la acción, así como significación personal y ejercicio indivisible, se encuentre en un proceso de creciente patrimonialización, manifestada por ejemplo, en el tráfico de delegaciones de voto con ocasión de las juntas generales, que es una práctica usual y reconocida, aceptada como legítima en muchos países. Por otro lado, el derecho de suscripción preferente que antes era un derecho inderogable e irrenunciable, perteneciente a la categoría de derechos de miembro en sentido estricto, en la actualidad, una vez acordado un aumento (salvo la exclusión de la preferencia), da nacimiento a un derecho del socio de carácter autónomo, transmisible en forma separada de su titularidad, sin necesidad de traspaso

[134] GARRIGUES, Joaquín. Curso de Derecho Mercantil. Editorial Porrúa S.A. Tomo I México 1993. Pág. 452
[135] DAVIS ARTURO. Estudios de Derecho Comercial. Editorial Jurídica de Chile. Santiago de Chile 1959. Pag. 15
[136] MARTÍNEZ VAL, José María. "Derecho Mercantil". BOSCH, Casa Editora S.A. Barcelona. 1979. Pág 176
[137] URIA, Rodrigo. "Derecho Mercantil". 19 Edición. Ed. Marcial Pons. Ediciones Jurídicas S.A. Madrid 1992. Pág. 270

de la entera cualidad de socio; por su finalidad, a este derecho lo podríamos considerar como derecho político (pretende garantizar la misma influencia en el control de la sociedad) y como derecho patrimonial (busca garantizar la misma participación proporcional en el patrimonio social).

GARRIGUES y URIA[138] expresan que hay un derecho sustancial a la condición de socio, un derecho que no puede faltar en ningún accionista, porque el accionista busca en la sociedad una colocación beneficiosa del capital que aporta y la ley le concede una serie de derechos que sirven directamente a ese fin y tienen un contenido típicamente patrimonial. Pero al lado de esos derechos le atribuye otros, que aunque no tengan contenido patrimonial sirven también de modo indirecto a esa finalidad de lucro y tienen importancia decisiva para el accionista, porque el no ejercicio o la pérdida de los mismos repercute desfavorablemente sobre la posibilidad de hacer efectivos los primeros.

En realidad, estos derechos se agrupan en aquellos vinculados con la obtención de los beneficios patrimoniales que ha buscado el accionista con su inversión, a los que llamaremos derechos materiales; y los segundos constituyen facultades utilizadas para asegurar o alcanzar mediata (control de la sociedad) o inmediatamente (fiscalización) el ejercicio de los primeros a los que llamaremos derechos instrumentales.

Entre los derechos materiales tenemos: participar en el reparto de utilidades, el de participar en el patrimonio resultante de la liquidación, el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones y de obligaciones convertibles, y el de negociar o transferir las acciones. Entre los derechos instrumentales tenemos: el de asistir y votar en las Juntas generales, el de impugnar los acuerdos sociales, el de información y el de separarse de la sociedad en determinados supuestos.

4. Estimaciones iniciales

a) Los llamados derechos individuales o fundamentales, son aquellos que se encuentran ligados a la cualidad misma de socio, y en los que se concreta su posición inalienable e insuprimible por los estatutos u órganos sociales. Son los derechos pilares que sostienen el status de accionista, y que en el caso que las necesidades de la actividad económica de una sociedad anónima requiera excluir alguno de estos derechos, tal exclusión debe ser flanqueado con el fortalecimiento (privilegios) de otros derechos pilares o la aplicación de otros medios alternativos que cumplan semejante función.

b) Los derechos fundamentales del accionista se diferencian de los derechos de los accionistas minoritarios en el hecho que estos son los consagrados por las normas que proveen la tutela de las minorías y que suponen identidad de intereses en un grupo (de minoría) de socios a diferencia de los derechos individuales o fundamentales del accionista que se conceden al socio singular

c) Los derechos fundamentales como de los accionistas minoritarios no son derogables, ni en el acto constitución, ni con una modificación estatutaria; pero en los derechos de los accionistas minoritarios, no son admisibles la eficacia de renuncias singulares para obrar contra las ya efectuadas violaciones de ellas, en

[138] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios.... Págs 416 y 417

cuando aquellas normas atribuyan un medio de impugnación o una facultad de denuncia. Los derechos individuales pueden ser objeto de renuncia singular una vez que sea ejercitable tal derecho.

d) Los derechos fundamentales del accionista se agrupan en aquellos vinculados con la obtención de los beneficios patrimoniales que ha buscado el accionista con su inversión (derechos materiales); y los que constituyen facultades utilizadas para asegurar o alcanzar mediata o inmediatamente el ejercicio de los derechos materiales (derechos instrumentales).

Capitulo V
DERECHO DE PARTICIPACIÓN EN EL REPARTO DE LAS UTILIDADES

1. La participación en las utilidades como mecanismo de la actividad empresarial y como núcleo de la relación jurídica societaria.

El titular de una o mas acciones, al ingresar a una sociedad anónima, pretende tener la colocación productiva de su capital, ello significa que, el accionista busca tener beneficios utilizando este medio que canaliza el ahorro privado hacia la actividad productiva[139].

Cuando hablamos de "colocación productiva del capital", nos referimos en primer lugar, a las inversiones, como hemos analizado anteriormente, éstas resultan indispensables para el progreso de toda Nación, crea nuevas fuentes de trabajo, contribuye a la modernización del país y mejora el nivel de vida de la población.

En segundo lugar, la referida "colocación productiva del capital", indica que el socio entra en las sociedades poniendo en fondo común dinero, derechos o bienes en especie para obtener ganancias repartibles entre bs coasociados. Participar en el reparto de las ganancias sociales, es el primer derecho del accionista, incluso se puede afirmar que es el derecho más importante, por servir directamente a la finalidad lucrativa que persigue todo accionista.

Las sociedades se constituyen para obtener lucro, entendiéndose ésta como la aspiración de conseguir ingresos dinerarios en el ejercicio de la industria social[140]. Para SÁNCHEZ ANDRÉS, no se concibe una sociedad anónima que no tenga por objeto el ejercicio de una industria lucrativa. "La persecución de fines exclusivamente ideales, altruistas, artísticos o benéficos, iría contra la naturaleza capitalista de las sociedades anónimas"; aunque es posible existencia de sociedades anónimas no lucrativas, tanto por conveniencia de sus socios, como por la imposición legal de la forma anónima a entidades históricamente sin afán de lucro, como por ejemplo en España, respecto a las asociaciones deportivas[141].

El Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, en su artículo 1º señalaba que los socios que constituyen la sociedad podrían aspirar o no al fin de lucro; el texto final omitió indicar la finalidad del socio al participar en la sociedad. Lourdes Flores Nano, quien participó como congresista en los debates que culminó con la promulgación de la Ley General de Sociedades, expresaba que la sociedad debe ser, en realidad, la forma de organización para aquellos que aspiran tener fin de lucro, entendiendo el “Fin de lucro” el aporte de dinero con el objetivo de participar posteriormente en el reparto de utilidades[142].

---

[139] ARECHA, Martín Y GARCÍA CUERVA, Héctor. Sociedades Comerciales. 2da Edición, 4a. reimpresión, Ediciones DEPALMA, Buenos Aires. 1983. Pág. 344

[140] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I. Segunda Edición. Madrid. Pág. 401

[141] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción y los Derechos del Accionista. Las Acciones. COMENTARIOS AL REGIMEN LEGAL DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES. Tomo IV. Dirigido por Rodrigo Uria, Aurelio Menéndez, Manuel Olivencia. Editorial CIVITAS S.A. Madrid 1992. Págs. 115 y 116.

[142] EL PERUANO, 24/03/97. Pág. B5

Entre los accionistas, cuya finalidad es repartirse las utilidades que resulten de la actividad económica, se pueden distinguir dos categorías: los primeros, que tratan de asegurar el control de la gestión de la actividad económica; y los segundos, que quizá por que no pueden tener el control de la sociedad, les interesa obtener únicamente la rentabilidad y será accionista, en tanto considere, en virtud de un sinnúmero de razones objetivas y subjetivas, que las acciones que tiene pueden rendir el beneficio que espera, ya en un futuro cercano, ya en una fecha más o menos alejada. El beneficio no solo es el dividendo (como cuota parte de los beneficios líquidos realizados), sino también la diferencia que pueda obtener entre el precio de compra de la acción y el de su venta[143].

El fin de lucro no solamente se presenta en el entorno de las relaciones privadas entre el accionista y la sociedad, sino que trasciende en la economía nacional. Se puede apreciar que el llamado "mercado de capitales" ha sido y sigue siendo el marco adecuado para que la sociedad anónima obtenga los recursos financieros necesarios para llevar adelante los proyectos de inversión de mediano y largo plazo. En este mercado se encuentra el mercado bursátil o abierto, y el extrabursátil; dentro de este ámbito, las sociedades emisoras se financian colocando sus títulos valores, en este caso acciones, en el segmento primario y negociándose posteriormente en el secundario; ambos canalizan el ahorro del público. El proceso de integración, complementación y fortalecimiento del mercado de capitales, tiene como beneficiarios a los inversores o accionistas privados o institucionales y a las personas jurídicas privadas o públicas como emisoras de títulos sujetos a cotización[144]. Como títulos de participación, las acciones encierran la esperanza de un futuro reparto del patrimonio social, depurado de las deudas; esto influye sobre la cotización de ellas por obra del "mercado"; el cual "descuenta" anticipadamente el derecho de crédito al reparto eventual y futuro y la importancia económica de aquella esperanza[145].

Como podemos apreciar, es la regla que el socio o accionista pretenda obtener beneficios económicos como frutos de la inversión efectuada, es más, esa finalidad ha sido el motivo determinante para iniciar el vínculo jurídico con la sociedad; excepcionalmente, la necesidad de obtener lucro puede estar ausente, como se aprecia en algunas entidades educativas, deportivas y otras, que adoptan la estructura societaria por considerarla eficiente.

2. Determinación de la existencia de utilidades en el ejercicio económico de la sociedad anónima.

En el capítulo anterior hemos señalado que mientras el patrimonio o hacienda de una empresa (constituido por un conjunto de valores del activo y pasivo) se encuentra en constante variación en cuanto a su número y valor, el capital social se presenta como una cifra fija, con el objeto de impedir el reparto excesivo de beneficios. En el balance, la suma representada por el capital social, debe figurar como parte del pasivo, y **únicamente cuando éste se halle cubierto podrán aparecer ganancias**[146]. En tal sentido, la sociedad puede distribuir entre los socios sólo parte del patrimonio que **supera el capital social** (además de la reserva legal)[147].

[143] WINISKY, Ignacio. Accionista, Acción, Lineamientos Generales. Boletín del Instituto Centroamericano de Derecho Comparado. Nos. 1-2. Junio 1962 - Junio 1963. Tegucigalpa, D.C. Honduras, C.A. Pág. 148
[144] GAGLIARDO, Mariano."Derecho Societario". Buenos Aires: Ad_Hoc, 1992. 262p. 23cm. Págs. 131 y 132
[145] MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. RELACIONES OBLIGATORIAS SINGULARES. Ediciones Jurídicas Europa_América. Buenos Aires. 1971. Pág. 395
[146] HEINSHEIMER, Karl. "Derecho Mercantil". Editorial Labor S.A. Barcelona 1933. Pág. 126
[147] ASCARELLI, Tullio. Sociedades y Asociaciones Comerciales. Ediar S.A. Editores. Buenos Aires. 1947. Pág. 74

Del análisis efectuado, se puede afirmar que en un ejercicio económico existirá beneficio o utilidad neta, cuando el activo supere a la suma del pasivo exigible (deudas) y del pasivo no exigible (capital y reservas)[148].

3. Manifestaciones del derecho de participar en las utilidades.

El derecho sobre las ganancias se presenta como una configuración jurídica genérica que se concretiza allí donde se reconoce un subsiguiente interés, orientado a que la gestión lucrativa de la sociedad se resuelva en el reparto, normalmente anual, de todo o parte de los beneficios obtenidos[149]. El derecho del accionista a participar en las utilidades se manifiesta de las siguientes maneras:
La primera, como la declaración programática de un principio abstracto que ha de proyectarse sobre futuros beneficios, utilidades o ganancias concretas y determinadas, para que tenga efectividad práctica la obtención de lucro[150].

La segunda, es de índole concreta y se produce a raíz del voto y aprobación por la Junta General de Accionistas del reparto de la ganancia obtenida en el ejercicio, dando origen a un crédito irrevocable contra la sociedad[151]; o sea, que en favor del accionista nace un crédito concreto sobre una parte de los beneficios que, arrojados por el balance, la junta general acuerda repartir[152].

RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ expresa que, con mayor precisión, se ha afirmado que debe distinguirse entre "el derecho social a participar en las futuras ganancias en general y el derecho al dividendo, que surge de la fijación de la ganancia repartible." Al primero se le llama derecho abstracto y al segundo derecho concreto[153]

3.1 Derecho Abstracto

El reparto periódico de utilidades es uno de los fundamentos económicos de las sociedades anónimas, la distribución anual es una práctica antigua y difundida, pero no crea a favor del accionista una situación subjetiva que corresponda a un derecho[154].

El acuerdo de distribuir las utilidades en forma de dividendos se toma por la junta general obligatoria, si ésta lo estima pertinente, lo que quiere decir, que si en bs estatutos no se fija la obligación de repartir dividendos en el caso de haber utilidades, la junta general tiene la más absoluta libertad de decidir el reparto de los beneficios excedentes o para disponer en la forma de reservas o en nuevas inversiones. Los socios no tienen derecho alguno para exigir que la asamblea acuerde la distribución de las utilidades[155].

El derecho general a participar en las ganancias representa una protección débil, en el sentido que busca impedir o hacer impugnables las cláusulas estatutarias o

---

[148] GAGLIARDO, Mariano. Ob. cit.. Pág. 133
[149] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 115
[150] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo.. Comentario a... . Pág. 401
[151] GAGLIARDO, Mariano Pág. 132
[152] URÍA, Rodrigo. "Derecho Mercantil". 19 Edición. Ed. Marcial Pons. Ediciones Jurídica S.A. 1992. Pág. 273
[153] RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en la Sociedad Anónima. El Derecho al Dividendo. LA JUSTICIA. Revista quincenal de Legislación y Jurisprudencia. Año XIII. México,31 de Julio de 1943.Tomo XII.- No. 191. Pág. 6266
[154] ODRIOZOLA, Carlos S.. Estudios de Derecho Societario. Editorial Cangallo S.A, Buenos Aires 1971. Pág. 40
[155] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". T.I. Editorial PORRUA S.A. México D.F. 1980. Pág. 104

acuerdos sociales destinados, de antemano o en el acto, a excluir al accionista de modo definitivo del reparto de ganancias. El texto positivo no sanciona ni el derecho a las ganancias ni la obligación de su distribución a los accionistas. Lo único que el texto legal dice es que cada accionista tiene el derecho a participar en el reparto de las ganancias, lógicamente cuando tal reparto exista. El contenido del derecho general a participar en las ganancias se resuelve en el hecho de que, acordado el reparto de beneficios, no se puede excluir de su distribución a ningún socio, y no se puede, tampoco, alterar la proporción en que por ley o estatutos corresponde disfrutarlo a cada uno[156].

Empero, el derecho de participación en los beneficios, como derecho abstracto, no solo protege al accionista contra cualquier posible acuerdo social que pretenda excluirle de la participación en los beneficios obtenidos por la empresa, sino, dice Uría, contra la posible decisión de la mayoría de no repartir los beneficios que se vayan obteniendo, reservándolos indefinidamente[157].

3.2 Derecho Concreto

Una vez que la junta general de la sociedad acuerde el reparto de determinados beneficios, surge en cada accionista el derecho concreto al dividendo correspondiente a sus acciones; derecho que tiene ya un contenido definido, y que coloca al accionista en la posición de acreedor frente a la sociedad[158]; por tanto, el derecho al dividendo es un derecho de crédito que obliga a la sociedad a satisfacer al accionista la parte de ganancia correspondiente a las acciones que posea[159].

4. Naturaleza Jurídica

El derecho a participar en las utilidades, es la esperanza de un futuro reparto de la diferencia positiva entre el activo y el pasivo social (en el que se encuentra el capital social y las reservas legal y estatutaria) en cada ejercicio económico.

Las utilidades se refieren a los beneficios que arroje el balance correspondiente al ejercicio social transcurrido; ello es consagrado en todas las legislaciones del mundo, constituyendo el rechazo de la concepción más estricta en el sentido de que las ganancias de la sociedad sólo serían verdaderamente tales al final de la vida de la empresa[160].

Las acciones son considerados como títulos de renta variable, ya que sus frutos dependen de los resultados del ejercicio económico de la Sociedad, a diferencia de los bonos que son títulos de renta fija, pues sus frutos están determinados por tasas fijas aplicados al capital denominados intereses.

Por lo antes mencionado, los derechos incorporados a la acción que aseguran una rentabilidad determinada, sin que existan utilidades distribuibles, no son dividendos, sino más bien intereses del capital invertido, cuyo importe debe cargarse a gastos generales. En otros países, este tipo de otorgamiento de beneficios, se presenta cuando se trata de empresas cuyo período de planeamiento, preparación e inversión es amplio,

[156] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Págs. 120 y 121
[157] URÍA, Rodrigo. Ob. cit.. Pág. 273
[158] URÍA, Rodrigo. Ob. cit.. Págs. 273 y 274
[159] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La acción..... Pág. 122
[160] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La acción..... Pág. 119

de modo que conviene ofrecer esta compensación a los inversionistas, que tal vez rehuirían su participación ante la perspectiva de la improductividad de su inversión durante varios años[161]. El artículo 83 de la Ley General de Sociedades declara nula la creación de acciones que concedan el derecho a recibir un rendimiento sin que existan utilidades distribuibles.

5. Titularidad del derecho a participar en las utilidades

Como lo hemos expresado anteriormente, participar en el reparto de las ganancias sociales no solo es el primer derecho del accionista, sino el derecho más importante, pues, constituye un elemento indispensable en la relación jurídica societaria. Pero este derecho no es exclusivo del accionista, ya que junto a éstos, los cuales deben obtener una parte de los beneficios que se distribuyen, hay otros partícipes en las utilidades sociales, como por ejemplo: los titulares de las llamadas acciones de goce, de trabajo, bonos de fundador, etc.

Los accionistas que aportan más a una sociedad anónima tienen, en principio, derecho a una mayor utilidad de la sociedad, o sea, su derecho es directamente proporcional al aporte que realizan; solo mediante pacto perfectamente definido estatutariamente, se puede establecer, un contenido de derechos diferente, entre los accionistas de distintas clases de acciones.

En el caso de usufructo de acciones, el usufructuario tiene el derecho a percibir los dividendos, Montoya Manfredi opina que si las utilidades se destinan a reservas por ministerio de la ley, por disposición de los estatutos o por acuerdo de la junta general, no corresponderán al usufructuario sino al propietario, aunque ellas se hubiesen generado durante el periodo del usufructo[162].

Corresponderá, también, al nudo propietario de las acciones en usufructo, las acciones liberadas provenientes del aumento de capital mediante la capitalización de utilidades, salvo pacto expreso[163]. En este caso vemos que, a pesar que algunos juristas e inclusive la propia ley denominan, a las acciones liberadas, "dividendos pagados en acciones de propia emisión", tiene que existir pacto expreso para que se le asimile al dividendo.

Corresponderá la titularidad del derecho de participar en las utilidades, al adquirente del cupón desglosable de la acción en el que ha sido incorporado el dividendo, como derecho de crédito; pero debe tenerse en cuenta que el derecho a participar en las ganancias futuras no es transmisible sino con los demás derechos sociales[164].

6. Contenido del Derecho Abstracto a las Utilidades

Hemos observado que el derecho abstracto a participar en las ganancias, no sanciona en realidad ni el derecho a las ganancias ni la obligación de su distribución a los accionistas, pero ello no significa, que este derecho sea un derecho sin contenido, pues su función es proteger al accionista contra cualquier posible acto social que pretenda

[161] RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en ..... Pág. 6269
[162] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 211
[163] Artículo 107 de la Ley General de Sociedades.
[164] RODRIGUEZ Y RODRIGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del..... Pág. 6267

excluirle de la participación en los beneficios obtenidos por la empresa, y además, protege también al accionista contra la posible decisión de la sociedad de no repartir los beneficios que obtenga, reservándolos indefinidamente[165].

6.1 Privación del derecho de las utilidades

El artículo 39 de la Ley General de Sociedades prohíbe que el pacto social excluya a determinados socios de las utilidades; la prohibición mencionada, protege al accionista contra cualquier posible acto social que pretenda excluirlo del reparto de ganancias a lo largo de toda la vida de la sociedad. Estableciendo que el pacto social y los demás actos de formación de la voluntad social están impedidos de contravenir dicha norma de orden público, ya que estos llegarían a ser en nulos[166].

6.2 La no distribución sistemática de utilidades

Las sociedades anónimas contemporáneas no solo se financian con grandes capitales, sino que además, con la acumulación de inmensas reservas, porque los administradores se han preocupado más de asegurar, consolidar y desarrollar la validez de la empresa, que de repartir dividendos[167].

La sociedad puede constituir reservas voluntarias, sustrayendo del reparto de utilidades una parte de los beneficios de cada ejercicio, en la medida en que un criterio de prudencia y mejor protección de los intereses sociales así lo aconseje; incluso podrá suspender totalmente el reparto de dividendos en algún ejercicio (o más de uno, incluso en varios ejercicios sucesivos) cuando las necesidades de la sociedad así lo exijan[168] .

Sin embargo, ha ocurrido muchas veces en la práctica que, los Administradores, se valen de maniobras dolosas para evitar que el dividendo se pague, con el oculto propósito de que las acciones se desvaloricen y que los accionistas mayoritarios ligados al directorio puedan adquirirlas a vil precio. Por lo general, se consigue tal finalidad mediante la simple facultad de destinar las utilidades de uno o más ejercicios a completar los fondos de reserva y/o a la formación de nuevos fondos especiales[169].

Pero la sociedad, no puede negarse sistemáticamente a hacer reparto alguno de las ganancias arrojadas por los balances de fin de ejercicio, porque ello iría contra la finalidad perseguida por los accionistas al constituirse en sociedad, inmovilizaría los capitales de éstos y haría ilusorio ese derecho de participar en las ganancias sociales que la ley eleva implícitamente a la más alta categoría dentro de los derechos del tenedor de las acciones[170].

La no distribución sistemática de dividendos y la constitución de irrazonables reservas que no corresponden a una política de inversión en base al

---

[165] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo Comentario a..... Pág. 402
[166] Ver los artículos 33, 38, 139 y 150 de la Ley General de Sociedades.
[167] DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho Comercial. Editorial Jurídica de Chile. Santiago de Chile 1959. Pág. 13
[168] SANCHEZ ANDRÉS,.Aníbal. La acción.....Pág. 121
[169] DAVIS, Arturo. Ob. cit.. Pág. 61
[170] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a... . Pág. 402

autofinanciamiento, que lo justifique o explique, conforman algunas situaciones del llamado abuso de poder[171], y que las legislaciones omiten proscribir.

7. Los Dividendos

7.1 Definición

El derecho de los accionistas a participar en las utilidades de la sociedad anónima se concretiza al acordar la Junta General la distribución de las utilidades y otros beneficios que arrojen los estados financieros (el balance y otros) al cierre del ejercicio económico; Joaquín Rodríguez define al dividendo como el beneficio neto pagadero periódicamente a cada acción[172], Villamayor señala que dividendo es la cuota que al distribuir las ganancias de una compañía corresponde a cada acción[173]; Sánchez Andrés dice que dividendo es aquella parte de las ganancias correspondiente a cada acción en un ejercicio social determinando que la sociedad decide pagar al socio por acuerdo de la junta[174].

Broseta Pont[175] tiene una definición más completa, dice que el dividendo que corresponde a cada accionista es la parte de los beneficios reales obtenidos, la parte de las reservas estatutarias destinadas a este fin o de reservas de libre disposición, que la Junta General acuerda repartir a cada accionista en proporción al capital que hayan desembolsado, salvo la participación privilegiada que los estatutos puedan haber concedido a una o varias clases de acciones privilegiadas.

Cuando decimos que la distribución de utilidades que corresponden a los socios singulares es en proporción a los respectivos aportes, queremos referirnos a la cantidad de acciones en el que dichos accionistas sean titulares[176].

7.2 Características

GARRIGUES Y URIA[177] han sistematizado las principales características del dividendo, las cuales pasamos a detallar:

a) Sólo cuando la junta haya fijado el dividendo repartible (cuantía) nace el derecho al dividendo como derecho de crédito del accionista contra la sociedad, y su exigibilidad comienza, bien a partir de ese momento, o luego de haber transcurrido el plazo que la junta general señale al directorio para efectivizar el pago los dividendos acordados. En consecuencia, el accionista, una vez que ocurre dicha determinación, puede comportarse como un tercero frente a la sociedad, ceder su derecho, transmitirlo, gravarlo, puede exigir judicialmente, comprendiendo como deuda, los intereses por la mora, e incluso en caso de insolvencia actuar como acreedor, ya que el dividendo señalado es inafectable por las pérdidas posteriores.

---

[171] ANA MARIA M. DE AGUINIS Y ARNOLDO J. BURDERSKY. "El abuso de poder de la mayoría". Temas de Derecho Comercial, Conflictos Societarios; Instituto Argentino de Derecho Comercial. Editorial Ábaco de Rodolfo de Palma. Buenos Aires. 1983. Pág. 173
[172] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en ..... Pág. 6265
[173] FERNÁNDEZ VILLAMAYOR, Ángel. El régimen Legal de la Sociedad Anónima en Chile. Editora Jurídica de Chile. Segunda Edición. Santiago 1977. Pág. 78
[174] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La acción..... Pág. 125
[175] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 228
[176] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág. 505
[177] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a... .. Pág. 403

b) Al aprobarse el reparto de utilidades, el derecho al mismo desvincula su existencia de toda declaración social y entra en el patrimonio del accionista como un valor patrimonial propio, pues, se trata de un derecho de crédito, aunque tenga su base en la condición de socio del titular; es por ello que la junta general no puede volver sobre su acuerdo de distribución de beneficios, decidiendo posteriormente que no se repartan o que se repartan sólo una parte. Una vez acordado el dividendo, el derecho del accionista a exigirlo queda sustraído del poder de la junta.

c) Los dividendos acordados conforme a un balance correcto y veraz deben ser repartidos a los socios aunque la sociedad sufra pérdidas con posterioridad al acuerdo, porque cada ejercicio debe de ser objeto de cuentas separadas y de un distinto reparto de beneficios y las pérdidas iniciales de un ejercicio no pueden imputarse al anterior[178].

En Argentina, la Cámara Comercial de la Capital Federal, Sala "B", dispuso que "el accionista adquiere el derecho al cobro del dividendo desde el momento en que la asamblea resuelve su distribución, el cual no puede ser desconocido por una resolución posterior del directorio o de una asamblea, aunque se funde en hechos sobrevienes[179].

7.3 Naturaleza Jurídica

A diferencia del derecho genérico de participar en las utilidades, cuyo contenido es abstracto, el derecho al dividendo tiene un contenido concreto y definido, coloca al accionista en la posición de acreedor frente a la sociedad, es esencialmente un derecho de crédito que obliga a la sociedad a satisfacer al accionista la parte de ganancia correspondiente a las acciones que posea[180]; GAGLIARDO lo concibe como el fruto civil que se obtiene al dividir el monto de las utilidades por el número de acciones representativas del capital social, debiendo resultar de ganancias realizadas y líquidas correspondientes a un balance del ejercicio regularmente confeccionado y aprobado[181].

Acordado el reparto de utilidades, la sociedad queda en posición deudora frente a los accionistas. Pero la interrogante consistirá si la deuda se deberá pagar necesariamente en dinero, o podrá darse el caso que se pueda pagar en especie o en acciones de propia emisión. Si bien es discutible el pago de dividendos en especie, presenta mayor cuestionamiento aceptar que el pago de dividendos se pueda efectuar en acciones de propia emisión; sobre este último aspecto profundizaremos el análisis a continuación.

Castillo Balarezo[182] indica que desde un punto de vista económico se sostiene que con la distribución de utilidades el accionista ve aumentado su patrimonio,

---

[178] Ver además: ODRIOZOLA, Carlos S. Págs. 39 y 41; RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquin. Derecho Mercantil .... Pág. 104; RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en ..... Pág. 6266; y SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 127

[179] ODRIOZOLA, Carlos S. Págs. 39 y 40

[180] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Ob. cit.. Pág. 402

[181] GAGLIARDO, Mariano. Ob. cit.. Págs. 132 y 133

[182] CASTILLO BALAREZO, José. Beneficio Tributarios de los Programas de Reinversión de Utilidades en la Minería. Gestión del 22/10/98. Pág. 14

por lo que cualquier retiro de la empresa que enriquece al accionista implicará una forma de distribución de dividendos. Bajo esta consideración de tipo económico se pretende plantear que la capitalización de utilidades retenidas constituyen modalidades de distribución de utilidades.

Vidal Ramírez afirma que los dividendos pueden ser dinero o en especie, según como se paguen; considera que dividendo es en especie cuando, no obstante constituir un adeudo de dinerario, la obligación de dar se cumple mediante un pago en bienes no dinerarios, que por lo general se hace en acciones que se emiten como consecuencia de la capitalización de las utilidades, de las reservas de libre disposición, y que vienen a constituirse en dividendos; este ilustre jurista sostiene que las acciones liberadas que se entregan como consecuencia de capitalización por conceptos distintos, inclusive la de reevaluación de activos, no constituyen propiamente dividendos sino beneficios distintos, pues los dividendos, conforme a la ley general de sociedades, solo pueden pagarse contra utilidades realmente obtenidos o cuando existen reservas en efectivo de libre disposición[183].

Mascheroni[184] también estima que la capitalización de utilidades se instrumenta mediante la entrega de acciones en calidad de pago de los dividendos del ejercicio vencido, los cuales han sido votados y aprobados en junta general de accionistas al tratar la memoria anual, el balance del ejercicio económico y el proyecto de distribución de utilidades, preparado por el directorio.

Gagliardo considera controvertida concebir como una manifestación del derecho al dividendo a la emisión de acciones por capitalización forzosa de ganancias[185]. En la Décima Conferencia Interamericana de Abogados, celebrada en Buenos Aires el año 1957, el delegado Argentino Dr. Osvaldo Stratta, propuso que las legislaciones establezcan que sólo pueda diferirse temporaria y limitadamente la percepción de los dividendos no siendo lícito pagarlos como acciones, salvo previsión estatutaria, y en este caso, hasta determinado límite[186].

Para Sánchez Andrés[187] el régimen societario general conduce a la negación de la validez de la cláusula estatutaria que confía a la decisión unilateral de la sociedad el pago del dividendo en acciones, en razón de que, al dejar en sus manos la posibilidad de obligar al socio a adquirir más acciones, so pena de renunciar al dividendo, confiere a la entidad emisora un poder arbitrario para incrementar la cifra de responsabilidad del accionista, colisionando frontalmente contra el principio de responsabilidad limitada que define a la sociedad anónima como tipo social.

A pesar que de la lectura de nuestra ley general de sociedades se puede advertir que ésta considera a la emisión de acciones por capitalización forzosa de ganancias como una manifestación del derecho al dividendo[188], un análisis

---

[183] VIDAL RAMIREZ, Fernando, "El Derecho al Dividendo" Gaceta Jurídica. Tomo 42 de mayo 1997. Gaceta Jurídica Editor. Pág. 4
[184] MASCHERONI, Fernando H.. El vínculo accionista sociedad Anónima y el Contrato de Suscripción. Editorial Cangallo S.A Buenos Aires. Argentina 1970. Pág. 74
[185] GAGLIARDO, Mariano. Ob. cit.. Pág. 133
[186] DAVIS, Arturo. Obra citada Pág. 122, 123
[187] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Págs. 130 y 131
[188] Ley General de Sociedades Arts.79 y 107

profundo del derecho societario, nos lleva a afirmar lo contrario, tal y como a continuación se pasará a demostrar.

En primer lugar, debemos tener en cuenta que la característica de todo reparto de utilidades es que se produzca una disminución del activo social de la sociedad y un aumento del patrimonio personal de los accionistas, mientras que en, el aumento de capital, vía capitalización de beneficios, no supone la distribución de utilidades, en la medida que el patrimonio de la empresa no disminuye para incrementar el de quienes son titulares de las acciones al momento del aumento, aunque este último se haya producido con la sola obtención de utilidades por la empresa[189].

Desde el punto de vista contable ese incremento se produce por un simple traspaso de una cuenta pasiva (reserva o utilidades no distribuidas) a otra cuenta pasiva (capital). Una vez realizado este traspaso de cuentas, los fondos que antes estaban bajo la rúbrica de la reserva (o de las utilidades no distribuidas) se hacen indisponibles al entrar a formar parte del capital. Tal es la consecuencia jurídica fundamental de la operación contable[190].

En segundo lugar, mientras que la distribución de utilidades se origina en el acuerdo de la Junta General Obligatoria con el quórum simple[191], la capitalización de utilidades requiere el cumplimiento de los requisitos establecidos para la modificación del estatuto[192].

En tercer lugar, las nuevas acciones que se entregan gratuitamente a los accionistas producto del aumento de capital, no son más que una simple expansión nominal de las viejas acciones con relación a un patrimonio social inalterado y es evidente que al capitalizar las utilidades o beneficios, el valor de las acciones ha disminuido. Por ello, siguen siendo objeto de los mismos derechos que existían sobre las acciones viejas y, por tanto, corresponden en nuda propiedad al antiguo accionista y en disfrute al usufructuario, salvo que la voluntad del accionista y el usufructuario pacten que también correspondan al usufructuario las acciones de propia emisión que toquen al propietario, producto de la capitalización de las utilidades o reservas, durante el plazo del usufructo tal y como lo dispone el Art., 107 de la Ley General de Sociedades, en este caso seria la voluntad el generador de tal resultado. Pero la consecuencia natural es que sólo cuando las reservas o utilidades no distribuidas se repartan efectivamente a título de ganancia, esto es, como dividendo, podría decirse que es un efecto natural que corresponda percibirlas al usufructuario no solo en usufructo, sino en plena propiedad[193],

Cualquier concepción teórica, para comprobar su vigencia, debe cotejarse con la realidad; veamos un caso concreto: el inciso b) del Artículo 72 del Texto Único

[189] Ver DAVIS, Arturo. Ob. cit...Pág. 63 y CASTILLO BALAREZO, José. Beneficio Tributarios... Gestión del 22/10/98. Pág. 14
[190] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ... . Pág. 249
[191] De acuerdo al artículo 125 de la Ley General de Sociedades el quórum simple requiere en primera convocatoria el 50% de acciones suscritas y en segunda convocatoria con la concurrencia de cualquier número
[192] Artículo 201 de la Ley General de Sociedades. El art.198º de la Ley General de Sociedades ordena se exprese en el aviso de convocatoria los asuntos que han de tratarse debiendo expresarse con claridad, los asuntos que van a ser objeto de la reunión. Para la celebración de las Juntas de Accionistas Ordinarias o Extraordinarias cuyo objeto sea modificaciones estatutarias, a tenor del art. 126, se requiere en primera convocatoria la concurrencia del 66.66 % del capital pagado (2/3); en segunda convocatoria, el 60% del capital pagado (3/5).
[193] GARRIGUES, Joaquín y Uria, Rodrigo. Comentarios .... T II Pág. 251 y 252

Ordenado de la Ley General de Minería, aprobado por el Decreto Supremo 014-92-EM del 04 de Junio de 1992, crea un beneficio de inversión de utilidades no distribuidas; este beneficio consiste en la inafectación del impuesto a la renta por la reinversión de dichas utilidades, si son aplicadas a nuevos programas de inversión (Art. 10 del Decreto Supremo 024-93-EM del 03.06.98); asimismo, se establece sanción al titular de la actividad minera que decida distribuir la renta (utilidades) no sujeto a imposición. Dentro de dicho marco y con la finalidad de consolidar la inversión, muchas sociedades mineras capitalizaron las referidas utilidades con la consecuente distribución de las nuevas acciones a sus accionistas.

La reacción de algunos sectores de la Administración Tributaria, no se hizo esperar, pretendieron cobrar el importe del impuesto dejado de pagar, además, los intereses y recargos; el sustento de esas actitudes fue considerar que las sociedades mineras, al repartir las acciones producto de una capitalización, estaban distribuyendo utilidades. Situación que era evidentemente un absurdo. Posteriormente, el 25 de Marzo de 1998, se dictó el Decreto Supremo 027-98-EF, declarando que la distribución de acciones producto de la capitalización de beneficios, no da lugar al pago del impuesto a la renta.

La Ley 27804, promulgada el 01 de agosto del 2002 y publicada el 02 de agosto del 2002, modifica el artículo 25 del TUO de la Ley del Impuesto a la renta (D.S. 054-99-EF) expresa: "no se consideran dividendos ni otras formas de distribución de utilidades la capitalización de utilidades, reservas, primas, ... o de cualquier otra cuenta de patrimonio".

Como se aprecia, es contraproducente considerar como pago de dividendos al reparto de acciones que se emiten como consecuencia de la capitalización de las utilidades o de las reservas de libre disposición.

Finalmente, respecto al pago de dividendos en especie, Sánchez Andrés expresa que, es difícil admitir que la sociedad pueda forzar el pago de la deuda, en que consiste el dividendo, mediante entregas *in natura*, ni siquiera cuando así lo establezcan los estatutos; las entregas en especie parecen fenómenos de devolución del patrimonio y no modalidades periódicas de reparto de ganancias, cuya caracterización es la fungibilidad[194].

En conclusión, el dividendo viene a ser la parte de los beneficios reales obtenidos por la sociedad anónima en un periodo determinado que la Junta General acuerda repartir a cada accionista en proporción al capital que hayan desembolsado, colocando al accionista en la posición de acreedor frente a la sociedad, cuyo efecto se traduce en la disminución del activo social de la sociedad y un aumento del patrimonio personal de los accionistas; siendo una de las modalidades periódicas de reparto de ganancias, cuya caracterización es la fungibilidad, la naturaleza del dividendo es la de un crédito de dinero, lo que no impide que, la cláusula estatutaria o el acuerdo de reinversión señale sin limitación alguna la libertad del accionista para elegir un pago bien en metálico, en especie, o bien en acciones, según su personal conveniencia en cada caso.

[194] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal La acción..... 126 y 127

7.4 Pago de Dividendos

Entremos al análisis del nacimiento del derecho al dividendo y su exigibilidad; se ha examinado que el nacimiento del derecho al dividendo se produce al acordar la Junta General de Accionistas la distribución de utilidades del ejercicio económico anterior o de las reservas de libre disposición[195]; pero su exigibilidad puede coincidir o no con este momento.

En principio, la sociedad tiene libertad para fijar esa fecha atendiendo a distintos factores de naturaleza financiera[196], pero si en el acuerdo respectivo no se ha fijado plazo, dicho pago es exigible desde el momento en que la junta lo acuerda. Sánchez Andrés considera que si la fecha de entrada en el disfrute de esos derechos económicos se pospone en exceso, retrasando arbitrariamente el momento en que los nuevos socios van a tener acceso al reparto de dividendos, el acuerdo en cuestión será impugnable.

En caso de aumento de capital o de conversión de obligaciones, el momento en que las nuevas acciones disfrutarán de los dividendo debe ser señalado por la Junta General de Accionistas al acordar las condiciones del aumento o de la conversión, y si se omite precisar, se debe considerar que tendrán derecho a concurrir con las antiguas en el primer reparto que se produzca, considerando el tiempo que han sido socios durante el ejercicio económico anterior y en proporción al volumen de la aportación realizada por cada uno[197].

Relacionado con la forma como se efectúa el cobro del dividendo, en algunos casos, tiene lugar contra estampillado del título que contiene la acción; el estampillado (realizado con sello a tinta) sirve para impedir que el socio pueda pedir más de una vez el dividendo (el estampillado es el reflejo del elemento "literalidad" del documento acción); en otros casos, el cobro se lleva a cabo contra entrega a la sociedad de un talón especial, que forma parte del documento o certificado de acciones, denominado "cédula" o "cupón", que es un documento del cual, según MESSINEO, se discute si es o no título de crédito, en consideración al hecho que atribuye un derecho eventual[198].

En las llamadas sociedades bursátiles o cotizadas, el denominado "corte del cupón" señala el momento temporal, idéntico para todas las acciones que atribuyen un mismo dividendo (e independiente de que su titular lo haya hecho efectivo o no), en que la cotización "descuenta" el valor de ese derecho y la acción empieza a negociarse sin él, es decir, ***ex cupón***, por más que la antigua y engorrosa operación física de recortar materialmente esos cupones con una tijera (de donde le viene el nombre a la práctica en cuestión) hace ya bastante tiempo que ha dejado de producirse en la realidad. Así pues, el adquirente de una acción ex cupón no puede cobrar el dividendo; y, por su parte, el que la transmitió a otro

[195] El inciso 1 del artículo 230 de la Ley General de Sociedades dispone que sólo pueden ser pagados dividendos en razón de utilidades obtenidas o de reservas de libre disposición y siempre que el patrimonio neto no sea inferior al capital pagado.

[196] Por ejemplo, el tiempo que será necesario para que la puesta en rentabilidad de los nuevos medios contribuya a la generación de las ganancias y permita igualar (como efectivamente hace la cotización bursátil en las sociedades anónimas admitidas a negociación) la posición y valor de acciones viejas y nuevas. Asimismo, cuando las utilidades liquidas que arroja un balance no están representadas por dinero en efectivo, puede la junta de Accionistas destinar al fondo de futuros dividendos el porcentaje de una utilidad que de conformidad con los estatutos corresponde a dividendos, lo que significa postergar el reparto de dividendos hasta que la sociedad se encuentre en situación de hacerlos.

[197] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 123

[198] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág. 505

ha de legitimarse sin ella, en caso de no haber ejercitado el derecho a tiempo, sea mediante la anterior inscripción en el libro registro de acciones nominativas, o en el de valores anotados, o bien mediante certificación de la entidad depositaria de valores al portador, o por cualquier otro procedimiento suficiente en Derecho, demostrativo de su titularidad a la fecha del *corte del cupón* y que éste no se traspasó a tercero[199].

En conclusión, los dividendos deben ser pagados en dinero a partir del momento en que la junta general haya acordado el reparto o fijado un plazo al directorio para disponer el pago de éstos.

7.5 Dividendos a cuenta

En principio, los dividendos se refieren a los **beneficios** que arroja el **balance** correspondiente al ejercicio social transcurrido, por lo mismo, se podría considerar que **no sería lícito el pago de anticipos a cuenta de dividendos futuros**, ni por acuerdo de la asamblea, ni por decisión de ningún otro órgano social[200]. Sin embargo, expresa MESSINEO, que es costumbre difundida el que la sociedad, en vista de la favorable marcha de los negocios, distribuya a los accionistas un denominado a cuenta del dividendo, sin esperar la correspondiente deliberación de la asamblea. Ordinariamente, tal distribución está autorizada por una norma del acto constitutivo o acuerdo de la junta general; atenuando el riesgo que corren los administradores al deliberar la distribución expresada; la cual tiene siempre lugar bajo su responsabilidad[201].

La distribución del **dividendo a cuenta** va seguido, eventualmente, de otro dividendo complementario tras su determinación al aprobar el resultado del ejercicio. La naturaleza de tales dividendos es muy discutida, se habla de anticipos a cuenta del dividendo, de préstamo a favor de los accionistas, entre otros[202].

La cantidad a cuenta del dividendo es un anticipo sobre un crédito, de eventual y futura maduración, a las utilidades; el accionista está siempre obligado a restituir, en todo o en parte, la cantidad a cuenta del dividendo, en el remoto caso de que al cierre del ejercicio social, por hechos extraordinarios sobrevenidos, resulte inexistente, en todo o en parte, la utilidad distribuida[203].

Se puede definir a los dividendos a cuenta como aquel dividendo que se distribuye anticipadamente, a cargo del dividendo que finalmente le corresponderá al accionista de las utilidades del ejercicio concluido[204].

La fuente que proviene las cantidades entregadas a cuenta del dividendo, será las ganancias obtenidas desde el cierre del ejercicio anterior, o sea, las producidas durante el ejercicio económico que todavía se encuentra en curso al tiempo de la distribución; en tal sentido, esas cantidades no tienen el carácter de beneficio del

---

[199] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 123 y 124
[200] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en..... Pág. 6268
[201] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág. 506
[202] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal La acción..... Pág. 124
[203] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág. 506
[204] TOKUSHIMA YASUMOTO, Teresa. Distribución de utilidades y pago de dividendos a cuenta. Gestión del 25-02-98. Pág. 14

ejercicio actual, que todavía no existe[205]; pues, su carácter es de ser un crédito con cargo a las utilidades que arroje el ejercicio.

La Resolución CONASEV 372-84 EFC/94.10 expresa que las empresas podrán conceder créditos a sus accionistas con cargo a las utilidades de su ejercicio. El Art. 10 del D. Leg. 575 y los Arts. 10 y 11 del D.S.162-92-EF, expresan que el inversionista (accionista) tiene derecho a los dividendos referidos al ejercicio en curso de acuerdo a balances periódicos, sin perjuicio de la responsabilidad de los directores por la distribución de utilidades que no hayan sido realmente obtenidas, asimismo, señala la obligación de los inversionistas de reintegrar los montos indebidamente distribuidos, en caso de haber recibido utilidades que no hayan sido realmente obtenidas por la sociedad conforme al balance final del ejercicio

En el artículo 230 de la Ley General de Sociedades se establece que para distribuir los dividendos a cuenta, tal distribución, debe ser acordado por la Junta General; también este órgano puede delegar al directorio y bajo responsabilidad de que existan utilidades suficientes en el momento del próximo balance. El dispositivo comentado precisa que tal responsabilidad desaparece si la Junta General aprueba la distribución sin su opinión favorable, en este caso, serán responsables solidarios los accionistas que votaron a favor del acuerdo.

7.6 Titularidad del Derecho de Cobro de Dividendos

Los accionistas son acreedores de los dividendos a partir del día en que la junta general acuerda el reparto, y en tanto no prescriba su derecho podrán concurrir con otros acreedores ordinarios para hacerlos efectivos, incluso si la sociedad es declarada en insolvencia[206].

MESSINEO considera que el derecho al dividendo es un derecho accesorio, que está incorporado en la acción o en el cupón desglosable adherido a él; por consiguiente, exige la legitimación del derechohabiente. Por ello, cuando el cupón es documento al portador, tiene lugar mediante la mera exhibición y entrega de ella a la sociedad; de ser nominativa, además debe figurar la titularidad en los registros de la sociedad; si es título a la orden, mediante la serie ininterrumpida de endosos.

Cuando el dividendo sea pagado contra estampillado, la percepción del dividendo no podrá tener lugar más que por obra directa del accionista, o de su representante, provista de poder especial[207]. El derecho sobre el dividendo acordado no resulta totalmente aislable de la cualidad de socio, aunque lógicamente puede transmitirse por separado cediendo el cupón que lo incorpora[208].

Relacionado con la titularidad para la percepción de dividendos, de manera esquemática, se puede afirmar que, en principio, corresponde al accionista, pero con las siguientes particularidades:

---

[205] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal La acción..... 124 y 125
[206] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ..... Pág. 403
[207] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág. 505
[208] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 122

a) Si se trata de acciones nominativas, no provistas de cupones, el cobro de dividendos corresponde al accionista registrado como tal. El dividendo corresponde exclusivamente a las personas que figuran en el Registro como accionistas en la fecha en que se acuerda pagar dicho dividendo. Si la Junta acuerda solamente la distribución sin señalar plazo dicho dividendo corresponde a los accionistas que figuren en el Registro el día de la Junta. Si la junta acuerda que el reparto del dividendo se efectúe posteriormente, corresponde a los accionistas que figuren en el Registro el día en el que comienza a ser exigible el pago de dividendos.

b) Si se trata de acciones con cupones, el derecho para cobrar el dividendo corresponde al que exhibe el cupón debidamente legitimado, según las normas propias de la circulación de los cupones, ya se trate de cupones nominativos, a la orden o al portador[209].

En caso de usufructo, los dividendos que reparte una sociedad pertenecen en todo caso al usufructuario, ya que de ellos son, precisamente, los frutos civiles de la acción constituida en usufructo y sobre las cuales recae, claramente, este derecho[210].

A los efectos del usufructo, es indiferente que el dividendo se satisfaga en metálico o en especie. Comprende todas las entregas que haga la sociedad, no sólo en forma de dividendo (pago en metálico), sino por vía de dividendo (entregas en especie), excepto el reparto de acciones como consecuencia de la capitalización de las utilidades u otros beneficios (que no tienen el carácter de dividendos), salvo pacto en contrario. El usufructuario sólo tiene derecho a las ganancias que la junta general acuerde repartir durante la vigencia del usufructo. Las ganancias que se capitalicen, que no se reparten y queden en reserva por ministerio de la ley, por mandato de los estatutos o por acuerdo de la junta, no acrecerán al usufructo, sino a la propiedad[211].

7.7 Dividendo Cualificado

a. **Fuentes.-** Este tipo de privilegios solo pueden establecerse mediante estipulación perfectamente definida en los Estatutos, de su texto se debe diferenciar las distintas clases de acciones; estas acciones privilegiadas tienen un contenido de derechos diferentes a las ordinarias, consiste en una mayor participación en los beneficios. Cuando se hace referencia a la estipulación estatutaria, abarca no solo a las aprobadas en el pacto social sino a las modificaciones estatutarias que puedan introducirse posteriormente.

b. **Características.-** El privilegio que contiene las acciones privilegiadas (v.g. acciones sin derecho de voto) no consiste en la existencia de un derecho de crédito que tiene el accionista para exigir anualmente a la sociedad, sino consisten en derechos superiores a los que contienen las acciones ordinarias en el cobro de los dividendos; el privilegio tiene el carácter

[209] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en ..... Pág. 6270
[210] DAVIS, Arturo. Ob. cit.. Pág. 63
[211] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ... . Pág. 431

propio de un dividendo en sentido técnico-jurídico[212]. En estos casos, como consecuencia de la existencia de privilegios, el principio de la proporción entre el dividendo y el capital suscrito de la acción, sufre una rotura, pues se concede a los titulares de determinadas acciones un derecho más fuerte (doble, triple, etc.) que el de las acciones ordinarias.

Dentro de las modalidades más usuales de preferencia sobre el dividendo, tenemos los siguientes:

a) El privilegio consistente en el derecho a percibir un dividendo de determinado importe, pero sólo con cargo a los beneficios del ejercicio (generalmente establecido en un porcentaje sobre el valor nominal de la acción).

b) Ese mismo dividendo preferente sobre ganancias del ejercicio social, pero susceptible de concurrir con los accionistas ordinarios en el reparto de las utilidades restantes si las hubiere (se sobreentiende que si las preferencias siguen cualquiera de esas dos vías mencionadas, las acciones comunes sólo accederán a las ganancias si los beneficios llegaran a superar la cuantía necesaria para dar previa satisfacción a la pretensión de los accionistas preferentes).

c) Privilegio consistente en la fijación no sólo de un dividendo prioritario y fijo, sino también acumulativo, es decir, configurado como carácter acumulable a ejercicios venideros (y no sólo como un derecho a satisfacer sobre las ganancias procedentes del resultado anual), de suerte que la parte o partes de los dividendos fijos no satisfechos en un período determinado se suman y acumulan a las de los años siguientes.

d) Privilegio consistente en establecer que determinadas acciones percibirán siempre un dividendo más elevado (doble, triple, etc.) que el que se reparta a las acciones ordinarias.

e) El privilegio consistente en reservar con carácter exclusivo para determinadas acciones una parte (la mitad, dos tercios, etc.) de los beneficios de cada ejercicio social[213].

c. El Privilegio en las Legislaciones española y peruana.-

c.1 Doble derecho en acciones sin derecho a voto y Acumulación del derecho mínimo en acciones sin derecho a voto en la legislación española.

El privilegio de las acciones sin voto en la legislación española, no consiste sólo en una preferencia (percibir antes que las demás acciones el mismo dividendo que éstas), en cuyo caso el privilegio sólo existiría cuando los beneficios fuesen insuficientes; es algo más, es un mayor dividendo, es un

[212] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. LAS ACCIONES SIN VOTO COMENTARIOS AL REGIMEN LEGAL DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES. Dirigido por Rodrigo Uría, Aurelio Menéndez, Manuel Olivencia. **Las Acciones** Tomo IV. Editorial CIVITAS S.A. Madrid 1992. Pág. 415

[213] Ver: SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 317; GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ... Págs. 387 y 388

derecho adicional, en otros palabras, es el mismo dividendo que corresponde a las acciones ordinarias más el privilegio.

Cuando en un determinado ejercicio social no se distribuya, total o parcialmente, el monto del privilegio o dividendo mínimo, la parte no abonada deberá ser satisfecha, con cargo a beneficios, dentro de los cinco ejercicios siguientes. La razón de esta exigencia es que la participación privilegiada en las ganancias sociales tendría menos valor si sólo existiese en aquellos años en los que hubiese beneficios distribuibles.

La acumulación del dividendo privilegiado se produce como consecuencia de la falta de acuerdo de distribución, bien porque no existan beneficios distribuibles, bien porque la junta decida, aunque el acuerdo sea impugnable, no distribuirlos. Si la junta acuerda la distribución, pero el dividendo no es efectivamente abonado, no se produce la acumulación a ejercicios posteriores. En tal caso, el accionista se sitúa en la posición de acreedor frente a la sociedad, pudiendo exigir directamente el pago[214].

c.2 El privilegio en la Legislación Peruana

El Art.97 de la Ley General de Sociedades dispone que las acciones sin derecho a voto den a sus titulares el derecho a percibir el dividendo preferencial que establezca el estatuto; ello significa, que la sociedad tiene una amplia libertad para diseñar la preferencia en las utilidades, que concederá a los suscriptores de las acciones sin derecho a voto[215]. Este dividendo preferencial es un derecho adicional al dividendo que corresponde a las acciones ordinarias y que también le corresponde a las acciones sin derecho de voto; el artículo 96 expresa que la acción sin derecho a voto confiere a su titular el derecho de participar en el reparto de utilidades con la preferencia que se indica en el artículo 97, o sea, que junto al derecho de participar en el reparto de utilidades se encuentra el dividendo preferencial antes mencionado.

El Art.97 del dispositivo legal citado indica que la sociedad está obligada al reparto del dividendo preferencial cuando existan utilidades distribuibles.

Se debe entender por "utilidades distribuibles" las utilidades que los accionistas tienen derecho a repartirse después de deducido los gastos y costos exigidos legal o estatutariamente, aun cuando la Junta General o el Directorio en su caso acuerden la no distribución de utilidades[216]. Elías Larosa[217] considera que la norma jurídica mencionada, tutela el derecho de los accionistas sin derecho a voto al efectivo reparto de las utilidades; ello significa, que en circunstancias normales, estas utilidades no pueden ser destinadas a reservas voluntarias o mantenerlas en otra cuenta del

[214] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin..... Págs. 420, 421 y 422
[215] TALLEDO MAZÚ, César y CALLE FIOCO, José Manuel. "Manual Societario" Edit. Economía y Finanzas S.C.R.L.. Lima Perú. Agosto 1996. Pág. 64.1
[216] CASTLE, Percy. La reserva Legal. Gestión del 27.02.98 Pág. 10
[217] ELIAS LAROSA, Enrique. Ley General de Sociedades comentada. Editora Normas Legales. Trujillo, Perú 1998 Pág. 197

patrimonio sin distribuirlas; se trata en verdad, del reconocimiento del derecho a la rentabilidad, del cual nos ocuparemos mas adelante.

d. Limitaciones.- Ripert resalta que la preferencia conferida a ciertas acciones, que casi siempre se refiere a la distribución de dividendos, con frecuencia no deja nada para las acciones ordinarias[218]. Montoya Manfredi considera que este caso se estaría infringiendo la norma que prohíbe los pactos leoninos[219], que en la Ley General de Sociedades se encuentra consagrada en el artículo 39.

Garrigues, Uría y Sánchez Andrés dicen que aquellos privilegios o preferencias que por sus términos de extraordinaria y anormal amplitud hagan prácticamente ilusorios los derechos económicos de los accionistas ordinarios, privándoles de contenido, habrán de reputarse inadmisibles e ilegítimos, porque la ley admite privilegios o ventajas en favor de unas acciones frente a otras, pero no permite que con el manto del derecho puedan encubrirse verdaderas expoliaciones de unos accionistas en beneficio de otros[220].

Ripert señala que la preferencia puede consistir también en una cláusula de interés fijo, dentro del limite en que esta cláusula es valida[221]; el artículo 83 de la Ley General de Sociedades sanciona con nulidad la creación de acciones con derecho a percibir un interés, la razón de ello es que, las acciones constituyen la más genuina representación de los títulos de renta variable[222].

7.8 Distribución de Utilidades Ficticia

Si se distribuyeran utilidades ficticias, se afectaría el capital social o las reservas legales, las cuales son garantías de los terceros[223] . Es por ello que el Art. 40 de la Ley General de Sociedades dispone que las sumas que se repartan no deben exceder del monto de las utilidades que realmente se obtengan.

El cuarto considerando de la Resolución CONASEV 372-84-EFC/94.10 expresa que por utilidades realmente obtenidas debe entenderse las que provengan de un balance elaborado según los principios de contabilidad generalmente aceptados que arroje una utilidad cierta.

La distribución efectuada sin observar lo antes mencionado, trae como consecuencia, que la sociedad y sus acreedores puedan repetir contra las personas que lo hayan recibido, o, exigir el reembolso a los directores. Los socios que hubieran actuado de buena fe, estarán obligados sólo a compensar las utilidades recibidas con las que les correspondan en los ejercicios siguientes o con la cuota del valor que les toque, en caso de liquidación.

---

[218] RIPERT, Georges. Ob. cit.. Págs. 326 y 327
[219] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 200
[220] Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ....Pág. 389; SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 319
[221] RIPERT, Georges. Ob. cit.. Págs. 327
[222] Ver: URÍA, Rodrigo, Ob. cit.. Pág. 272; SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 323
[223] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág. 504

7.9 Cupones de Pago de Dividendo

El cobro del dividendo tiene lugar, por parte del accionista, contra el estampillado del título de la acción, en otros casos, contra entrega a la sociedad de un talón especial, que forma parte del titulo que contiene la acción (desglosable), denominado "cédula" o "cupón".

a. Definición.- Al cupón de pago de dividendos se le puede definir como el documento que está incorporado la segregación del derecho al dividendo de la matriz accionarial; documento que inicialmente forma parte del titulo de la acción, la cual, una vez separada del título pueden ser negociadas con autonomía.

b. Características.- El derecho al dividendo se incorpora al título de la acción, ó a un cupón adherido a la acción y generalmente al portador[224]. El número de cupones que las acciones lleven adheridos no está legalmente determinado. La costumbre mercantil es emitir las acciones con tantos cupones como años de duración se hayan previsto para la sociedad, pero este uso no es de observancia general[225].

El derecho a participar en las ganancias futuras no es transmisible sino con los demás derechos sociales[226]. Es lógico, pues, mientras no existan utilidades que arroje el respectivo balance del ejercicio económico, y no haya sido aprobada su distribución, no existe todavía dividendo, por lo tanto, no hay derecho que pueda estar incorporado en el cupón.

c. Naturaleza jurídica.- Joaquín Rodríguez señala que los cupones son títulos valores auténticos con todas las características propias de éstos. Pueden ser nominativos, a la orden o al portador. Estos cupones incorporan un simple derecho de crédito a una prestación en dinero y no en modo alguno un derecho de cooperación. Los cupones se rigen por las disposiciones de los títulos valores, especialmente en cuanto al ejercicio y transmisión de los derechos que incorporan, y deben considerarse como títulos valores accesorios[227].

d. Legitimación.- Como anteriormente hemos comentado, en el caso de acciones con cupones, el derecho para cobrar el dividendo corresponde al que exhibe el cupón debidamente legitimado. Así pues, el adquirente de una acción sin dicho cupón no puede cobrar el dividendo que se haya originado antes de su adquisición.

e. Negociabilidad.- Teniendo el cupón de pago de dividendos el carácter de titulo valor, este tiene como destino la circulación. Sánchez Andrés dice que el derecho sobre el dividendo acordado no resulta nunca totalmente aislable de la cualidad de socio, aunque naturalmente puede transmitirse por separado cediendo el cupón que lo incorpora[228].

---

[224] ARECHA, Martín Y GARCÍA CUERVA, Héctor. Ob. cit.. Pág. 345
[225] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en ..... Pág. 6268
[226] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en ..... Pág. 6267
[227] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en ..... Pág. 6268
[228] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal La acción..... Pág. 122

8. Suspensión del derecho

En caso de adquisiciones por la sociedad de sus propias acciones, el último párrafo del artículo 104 de la Ley General de Sociedades señala que, mientras las acciones adquiridas se encuentren en poder de la sociedad, quedan en suspenso los derechos correspondientes a las mismas; en tal sentido, dice Ascarelli, los dividendos relativos a dichas acciones serán aprovechadas por las otras acciones[229]. En realidad, la suspensión implicaría de facto, un caso de exclusión del derecho concreto a participar en las utilidades que se han acordado distribuir.

9. Derecho a la Rentabilidad

De acuerdo a lo analizado en el capítulo primero, los datos que obtuvimos como causas de la crisis económica de muchas empresas del país son: el desequilibrio del financiamiento de los proyectos de inversión de éstas, ocasionado a la vez, entre otra causas por la desconfianza de los inversionistas en invertir sus ahorros en acciones y el escaso desarrollo del mercado de capitales.

Los hechos concretos que se han presentado como una constante en la composición societaria de la Sociedad Anónima, no solo en las pequeñas y medianas empresas sino también en las grandes empresas, es su carácter cerrado y familiar, en algunos casos mediante el control total y en otros como accionistas mayoritarios, copando sus cargos de dirección en la administración, sin el profesionalismo que exige una gestión empresarial moderna. Estos accionistas mayoritarios se contentan con la remuneración que como funcionarios se hacen pagar de las empresas que controlan, es por ello que bajo el pretexto de fortalecer patrimonialmente a la empresa, impiden la distribución de las utilidades repartibles, perjudicando a aquellos accionistas que, a pesar de tener su participación minoritaria, son numerosos.

En estas sociedades, sin justificar en planes de expansión u otro de interés social, como por ejemplo el aumento de la capacidad instalada de sus plantas productivas o el financiamiento de nuevos proyectos de inversión, aumentan las reservas voluntarias o ejecutan constantes capitalizaciones, inclusive constituyen cuentas transitorias en el patrimonio denominados “utilidades no distribuidas”, ausentándose lo esencial en las acciones, la rentabilidad.

Kozolchyk elabora un diagnóstico acerca de la languidez patrimonial de las sociedades anónimas latinoamericanas, señala que no existe liquidez de sus acciones, producido por la desconfianza que siente el inversionista respecto a su rentabilidad y a la posibilidad de su disposición o reventa en forma rápida y económica[230].

Es evidente que en aquellas sociedades que recurren al ahorro del público y se financian por medio del mercado de capitales, sus órganos sociales saben de antemano que sin una adecuada retribución de la inversión, están condenadas a no sobrevivir durante mucho tiempo[231].

---

[229] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 343

[230] KOZOLCHYK, Boris. . "El Derecho Comercial ante el libre comercio y el desarrollo económico". Editorial Mc. Graw Hill. México 1996. Pág. 87 y 88.

[231] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La acción..... Págs. 117 y 118

Lo que se trata no es obligar a repartir todas las utilidades distribuibles al fin de cada ejercicio, ya que las empresas no podrían realizar planes de expansión o de continuación de los ya emprendidos[232]. Garrigues considera que la ciega sumisión al capital implicaría, para muchas sociedades anónimas, el peligro de entorpecer las iniciativas acertadas de los administradores, las rápidas decisiones y sus dotes de organización[233], lo que convertiría a dicha compañía en un ente ineficiente.

Se debe reconocer que la empresa tiene que crecer, prepararse para nuevos retos, enfrentarse a la feroz competencia, satisfacer al consumidor, adaptarse a los cambios, pero, no hasta el punto de que el accionista se vea en absoluto privado del dividendo por el capricho de los administradores, con el pretexto de robustecer la empresa[234]. El criterio de razonabilidad en la constitución de las reservas, así como que las mismas respondan a una "prudente administración", deben estar expresamente exigidos por la ley, para la constitución de otras reservas aparte de las legales[235].

Considero que el accionista tiene derecho al reparto anual de utilidades, admitiendo que la asamblea puede, por causas y justificadas, resolver la suspensión de la distribución de los beneficios y hasta la no repartición de ellos, en determinados ejercicios, así lo señala Fontanarrosa citado por Odriozola[236].

MESSINEO expresa que, si existen utilidades declaradas, surge un verdadero y propio derecho a la distribución periódica de las utilidades. Existiendo utilidades, es inconcebible que la asamblea decida no distribuir ninguna parte de ellas, si no existen razones graves que aconsejen tal providencia[237].

En la Sociedad Anónima hay una inversión de riesgo, el rendimiento que le dé la inversión, depende del resultado económico de la empresa. Pero una vez obtenido ese resultado, una vez conocido ese resultado, una vez que se sabe que el Balance ha arrojado utilidades, el accionista tiene el derecho de participar en las utilidades. Este derecho, VIDAL RAMIREZ lo denomina el derecho a la rentabilidad, que supone el derecho a participar en los beneficios de la empresa, en el resultado económico de la empresa, en las utilidades que arroja el balance de la empresa, sin que estas puedan ser regateadas[238].

Sánchez Andrés dice que, si bien es lícito, normal e incluso lo más correcto, repartir beneficios anualmente, es algo muy distinto pensar que dicho reparto resulte legalmente obligatorio; y tampoco por este lado puede identificarse un verdadero derecho subjetivo del socio ha dicho reparto anual[239].

Restrepo Salazar considera que resulta indispensable explorar la adopción de nuevos mecanismos legales de protección del derecho esencial que todo accionista

---

[232] ODRIOZOLA, Carlos S. Ob. cit Pág. 50
[233] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Págs. 154
[234] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pág. 155.
[235] ODRIOZOLA, Carlos S. Obra citada. Pág. 54
[236] ODRIOZOLA, Carlos S. Obra citada. Pág. 47
[237] MESSINEO, Francesco. Ob. Cit.. Pág. 504
[238] VIDAL RAMIREZ, Fernando. Aspectos jurídicos de la negociabilidad de los valores. Bolsa de Valores de Lima. "La Ley de Sociedades Mercantiles y la Protección del Inversionista". Lima, Diciembre de 1982. Pág. 57
[239] SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 119

tiene a participar en las utilidades, de suerte que su ejercicio sólo este condicionado por lo natural y sana exigencia de que el correspondiente reparto no afecte la estabilidad financiera de la sociedad, más que nunca por el mero capricho de los administradores, dichas normas protectoras del derecho al dividendo deberían ocuparse, entre otras cosas, de prevenir el ocultamiento de utilidades a través de procedimientos contables, así como de disponer que éstas sólo puedan retenerse para fines muy específicos, siempre que así lo justifique la necesidad de fortalecer la situación patrimonial de la sociedad[240].

En nuestra legislación aparece el germen de ese derecho a la rentabilidad, pero como una preferencia de las acciones sin derecho a voto; el artículo 97 de la Ley General de Sociedades dispone que existiendo utilidades distribuibles, la sociedad está obligada al reparto del dividendo preferencial que establezca el estatuto.

Se debe considerar que tal dispositivo se debe aplicar, de modo flexible, a las acciones ordinarias, o sea, teniendo en cuenta que, la "prudente administración" aconseje la constitución de reservas voluntarias o capitalización de las utilidades y/o beneficios, las cuales se deberá ejecutar dentro de criterios de razonabilidad.

10. Estimaciones Preliminares

a) La sociedad podrá distribuir entre los socios sólo parte del patrimonio que supera el capital social (además de la reserva legal), y esta situación se presenta cuando en uno o más ejercicios económicos existirán beneficios o utilidad neta. Se entiende que existe beneficio o utilidad neta cuando el activo supere a la suma del pasivo exigible (deudas) y del pasivo no exigible (capital y reservas).

b) En las Sociedades Anónimas, la regla es que el socio o accionista pretenda obtener beneficios económicos como frutos de la inversión efectuada; finalidad que ha sido el motivo determinante para iniciar el vínculo jurídico con la sociedad; excepcionalmente, la necesidad de obtener lucro puede estar ausente, como se aprecia en algunas entidades educativas, deportivas y otras, que adoptan la estructura societaria por considerarla eficiente.

c) Dicha finalidad es el fundamento del derecho que tiene el accionista de participar en la distribución de las utilidades, manifestándose como derecho abstracto y como derecho concreto. Como derecho abstracto, el derecho de participación en los beneficios protege al accionista contra cualquier posible acuerdo social que pretenda excluirle de la participación en los beneficios obtenidos por la empresa y contra la posible decisión de la mayoría de no repartir los beneficios que se vayan obteniendo, reservándolos indefinidamente. Como derecho concreto, el derecho al dividendo es un derecho de crédito que obliga a la sociedad a satisfacer al accionista la parte de ganancia correspondiente a las acciones que posea

d) Las acciones son considerados como títulos de renta variable, ya que sus frutos dependen de los resultados del ejercicio económico de la Sociedad, a diferencia de los bonos que son títulos de renta fija, pues sus frutos están determinados

[240] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984Pag. 51

por tasas fijas aplicados al capital denominados intereses, es por ello que no es válido la creación de acciones que concedan el derecho a recibir un rendimiento sin que existan utilidades distribuibles.

e) El dividendo viene a ser la parte de los beneficios reales obtenidos por la sociedad anónima en uno o más periodos que la Junta General acuerda repartir a cada accionista en proporción al capital que hayan desembolsado, colocando al accionista en la posición de acreedor frente a la sociedad, cuyo efecto se traduce en la disminución del activo social de la sociedad y un aumento del patrimonio personal de los accionistas. El dividendo es una de las modalidades periódicas de reparto de ganancias, cuya caracterización es la fungibilidad; por ello la naturaleza del dividendo es la de un crédito de dinero, lo que no impide que el accionista pueda acordar el pago en especie, en acciones, según su personal conveniencia en cada caso.

f) El pago de los dividendos es exigible a partir del momento en que la junta general haya acordado el reparto o transcurrido el plazo fijado al directorio para disponer el pago de éstos

g) La fuente que proviene las cantidades entregadas a cuenta del dividendo, será las ganancias obtenidas desde el cierre del ejercicio anterior, o sea, las producidas durante el ejercicio económico que todavía se encuentra en curso al tiempo de la distribución; en tal sentido, esas cantidades no tienen el carácter de beneficio del ejercicio actual, que todavía no existe, sino de ser un crédito con cargo a las utilidades que arroje el ejercicio.

h) La obligación de la sociedad al reparto del dividendo preferencial cuando existan utilidades distribuibles, tiene como objeto la tutela del derecho de los accionistas sin derecho a voto al efectivo reparto de las utilidades; ello significa, que en circunstancias normales, estas utilidades no pueden ser destinadas a reservas voluntarias o mantenerlas en otra cuenta del patrimonio sin distribuirlas; se trata del reconocimiento del derecho a la rentabilidad.

i) Aquellos privilegios o preferencias, contenidas en las "acciones preferenciales", que por sus términos de extraordinaria y anormal amplitud hagan prácticamente ilusorios los derechos económicos de los accionistas ordinarios, privándoles de contenido, habrán de reputarse inadmisibles e ilegítimos, porque la ley admite privilegios o ventajas en favor de unas acciones frente a otras, pero no permite que con el manto del derecho puedan encubrirse verdaderas expoliaciones de unos accionistas en beneficio de otros

j) En el Perú, muchas la administración de la sociedad o los accionistas que la controlan, sin justificar en planes de expansión u otro de interés social, como por ejemplo el aumento de la capacidad instalada de sus plantas productivas o el financiamiento de nuevos proyectos de inversión, constituyen irrazonables reservas voluntarias, cuenta de utilidades sin distribuir o ejecutan constantes capitalizaciones, produciéndose la no distribución sistemática de las utilidades que es esencial en las acciones, o sea su rentabilidad. Por ello, resulta indispensable explorar la adopción de nuevos

mecanismos legales de protección del derecho esencial que todo accionista tiene a participar en las utilidades, de suerte que su ejercicio sólo este condicionado por lo natural y sana exigencia de que el correspondiente reparto no afecte la estabilidad financiera de la sociedad, y nunca por el mero capricho de los administradores, o accionistas mayoritarios.

k) La constitución de reservas voluntarias, cuenta de utilidades no distribuidas o capitalización de las utilidades y/o beneficios, se deberá ejecutar dentro de criterios de razonabilidad.

Capitulo VI
DERECHO DE PARTICIPACIÓN EN EL PATRIMONIO RESULTANTE DE LA LIQUIDACIÓN

1. Proceso de extinción de la sociedad

Garrigues considera a la extinción de la sociedad como un fenómeno jurídico complejo, ya que ésta es más que un contrato, es una colectividad que actúa en el tráfico bajo la forma de una persona jurídica, relacionándose contractualmente con quienes no son socios (terceros), creando una red de vínculos jurídicos que no se pueden cortar o concluir de un golpe en el instante de la disolución del contrato social[241]. El proceso de extinción puede ser distinguido en tres períodos diversos: el primero, como la realización de una causa de disolución; el segundo, la liquidación de los vínculos jurídicos y, el tercero, la división del patrimonio social[242]. Estas fases o períodos trataremos a continuación.

1.1 Disolución de la Sociedad

1.1.1 Definición

El proceso de extinción de la sociedad se inicia con la presencia de una causal de disolución; se mencionó que con la existencia de la causal de disolución no acaba inmediatamente con la sociedad, este momento es el punto de partida del proceso de extinción, que debe continuar en la etapa de liquidación, culminando con la división del haber social.

Uría señala que la disolución no es más que un presupuesto de la extinción y que por escasa actividad que haya tenido una sociedad, su desaparición implica toda una serie de operaciones que comienza por la disolución[243]. Sin embargo, al parecer, equivocadamente, se identifica al estado de disolución con el proceso de extinción[244] o con la etapa de liquidación[245].

En conclusión, se puede definir a la disolución como el momento social en el cual, al verificarse una causa legal o estatutaria, se pone fin a la etapa normal de funcionamiento en la que se cumple el objeto, dando inicio a una segunda etapa, denominada liquidación, concluyendo con la división del haber social y extinción de la sociedad como sujeto de derecho[246]

1.1.2 Causales de disolución

---

[241] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley de Sociedades Mercantiles. Imprenta UNMSM, Lima, 1967. Página.539

[242] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Novena Edición Reimpresión. Tomo I. Editorial Porrua S.A. México, 1993. Página 583

[243] URÍA, Rodrigo. Derecho Mercantil. Decimonovena Edición Marcial Pons, Ediciones Jurídicas, S.A. Madrid, 1992. Página.203

[244] Se considera que, con el acaecer de una causa de disolución se abre un proceso de disolución que comienza con la liquidación de los negocios sociales pendientes (Pago de deudas, cobro de créditos) y que termina con la división del haber social entre los socios (GARRIGUES, Joaquín. "Curso de ... .Página 582 Y 583).

[245] Se dice que el estado jurídico que resulta de la presencia de una circunstancia que según la ley es capaz de poner fin al contrato de sociedad (causal de disolución) se llama estado de disolución, o sea, la situación de la sociedad que pierde su capacidad jurídica para el cumplimiento del fin para que se creara y que sólo subsiste para la resolución de los vínculos establecidos por la sociedad con terceros, por aquella con los socios y por estos entre sí (RODRIGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Vigesimaprimera Edición. Tomo I. Editorial Porrúa S.A. México, 1994..Página.199)

[246] RICHARD, Efrain Hugo y MUIÑO, Orlando Manuel. Derecho Societario. Editorial Astrea. Buenos Aires. 1997.Página 293.

Las circunstancias que, según la ley o el estatuto, son capaces de iniciar el proceso de extinción de la sociedad se llaman causas de disolución. Estas causas se han clasificado de diversas maneras, las que señalaremos someramente en los párrafos siguientes.

Rodríguez distingue a las causas *ope legis* de disolución de las causas *ex voluntate*, las primeras, son aquellas que producen sus afectos automáticamente, sin necesidades de decisión por parte de los socios o de alguna otra autoridad; las segundas son aquellas que para que produzcan sus efectos normales precisan de una declaración de voluntad por parte de los socios, aunque pueda recurrirse a la autoridad judicial en defecto de la expresión de voluntad por parte de los mismos[247].

Uría clasifica las causas de disolución en dos clases: las contractuales o estatutarias (en la sociedad anónima) y las legales[248].

Garrigues agrupa a las causas de disolución en independientes y dependientes de la voluntad de los socios, ejemplo de estos últimas serían el cumplimiento del término prefijado en el contrato, la conclusión de la empresa que constituye su objeto, las causas de disolución establecidas en la escritura de constitución de la sociedad y el acuerdo de los socios[249].

Cuando se presentan o configuran las causales de disolución, sea estatutaria o legal, corresponde, en el caso de la sociedad anónima, a cualquier accionista, director o gerente solicitar al directorio la convocatoria de la junta general a fin de que adopte el acuerdo de disolución; en el supuesto que la junta general no se reúna, o si reunida, ésta no adopte el acuerdo de disolución o lo que corresponda, según sea el caso, cualquier accionista, director o gerente pueden solicitar al juez del domicilio social que declare la disolución de la sociedad[250].

Las causas que nuestro ordenamiento legal contempla seguidamente se detallaran.

1.1.2.1. Vencimiento del plazo de duración, que opera de pleno derecho, salvo si previamente se aprueba e inscribe la prórroga en el Registro.

Esta causal se establece en una sociedad de término concreto de duración; al vencimiento del mismo, la sociedad "se disolverá de pleno derecho". De todas las causas legales, ésta es la única que opera *ipso iure*, sin requerir previo acuerdo de disolución tomado al efecto por la Junta General de Accionistas e incluso con efectos frente a terceros sin necesidad de que la disolución se inscriba en el Registro Mercantil.

Los socios pueden prorrogar la vida de la sociedad, tomando, con tal finalidad, el acuerdo modificatorio en Junta General; pero tal acuerdo, que deberá constar en escritura pública, habrá de ser no sólo presentado sino inscrito en el Registro Mercantil antes del vencimiento del término de duración de la sociedad.

---

[247] RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Joaquín. "Curso de Página.200
[248] URÍA, Rodrigo. Derecho...Páginas 203 y 419
[249] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Página.585
[250] Art. 409 de la Ley General de Sociedades

1.1.2.2. Conclusión de su objeto, falta de realización de su objeto durante un período prolongado o imposibilidad manifiesta de realizarlo.

Cuando la sociedad se constituye para desarrollar una determinada empresa, es una consecuencia normal, que la conclusión de tal empresa entrañe la disolución de la sociedad. Si previamente cambia de objeto o extiende éste a otras actividades no se incurrirá en causal de disolución[251].

La falta de realización del objeto social dentro de un periodo determinado, como causa de disolución, constituye una novedad introducida en nuestra ley. El objeto de la sociedad puede estar constituido por uno o más proyectos de inversión, lógicamente, el desarrollo de tales proyectos de inversión, tiene una secuela ordenada de pasos, que técnicamente se puede determinar, cuando no se realiza el objeto de la sociedad, por ejemplo, habrá falta de realización del objeto cuando en la ejecución de un proyecto de inversión consistente en la fabricación de un determinado producto, se ha quedado tan sólo en la ingeniería de diseño de sus instalaciones, no elaborándose la ingeniería de detalle, o en plena ejecución de las obras civiles y montajes de equipos, éstas se paralizan durante un periodo extenso. En estos casos, son los accionistas los principales interesados en la disolución por esta causal, ya que dejaría de ser una inversión rentable, pues se estaría produciendo gastos sin dar señales de generar los frutos esperados, pudiéndoles ocasionar un grave perjuicio económico. Palma considera que resulta subjetiva la determinación de este "período prolongado", ya que habría que tener en cuenta para ello la empresa o actividad que realice la sociedad y que en todo caso, deberán ser los socios los que en cada caso decidan[252].

Respecto a la disolución por imposibilidad de realizar el fin social o de mantener el funcionamiento de la sociedad, la ley quiere que se trate de una imposibilidad manifiesta (externas o internas), o sea, clara y definitiva, o de una situación de la que prácticamente no sea posible salir y que la sociedad no pueda aguantar sin grave quebranto para los accionistas; no constituyen causal de disolución las meras dificultades funcionales transitorias y vencibles[253].

1.1.2.3. Continuada inactividad de la junta general;

Se trata de aquellos casos en que la sociedad no está en situación de actuar por inactividad de sus órganos, cualquiera que sea la causa, comprendiendo incluso la situación de oposición que se origine en el seno de esos mismos órganos y que haga imposible la formación de la mayoría. En el fondo son causas impeditivas de la realización del objeto social[254].

1.1.2.4. Pérdidas que reduzcan el patrimonio neto a cantidad inferior a la tercera parte del capital pagado, salvo que sean resarcidas o que el capital pagado sea aumentado o reducido en cuantía suficiente;

---

[251] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.419 Y 423
[252] PALMA NAVEA, José Enrique. Disolución, Liquidación y extinción de Sociedades. Revista de la Empresa N° 48. Asesorandina S.R. Ltda. Lima Junio de 1998..Página 238
[253] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.423
[254] MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Comentarios Página.557

Las sociedades tienen como finalidad natural obtener utilidades, para ello es indispensable establecer la cuantía del patrimonio neto; cuando el patrimonio neto es mayor que el capital social habrá beneficios, si es menor, arrojará pérdidas. Es evidente que si el patrimonio neto es inferior a la tercera parte, no sólo del capital social, sino del capital pagado, entonces se estará alejando de su finalidad ordinaria de producir beneficios.

La determinación del importe de las pérdidas se hará normalmente teniendo en cuenta el resultado del balance ordinario de fin de ejercicio, sin perjuicio del derecho de los accionistas a impugnar el balance que no refleje exactamente la situación económica de la sociedad.

La causa de la disolución se puede levantar aminorando las pérdidas en la medida necesaria, ya sea procediendo al aumento del capital pagado[255], aumentando el capital social en cuantía suficiente, o que los accionistas asuman la pérdida mediante reintegro directo de tales pérdidas sin aumento de capital, y por último, reduciendo el capital social. Se debe tener en cuenta que el artículo 220 de la Ley General de Sociedades obliga a la sociedad anónima a reducir su capital cuando las pérdidas hayan disminuido el capital en más del 50%.

Palma afirma que la nueva ley ha considerado, con acierto, como referencias para estimar las pérdidas que reducen el patrimonio, el patrimonio neto y el capital pagado[256]. Tal opinión no se comparte, se puede apreciar algo de incoherencia en tal norma, ya que cuando la ley señala que para levantar la causal de la disolución comentada, sería mediante el aumento del capital pagado, no sabemos si se refiere al cobro de los dividendos pasivos, o al aumento del capital social, si es lo primero, lo único que lograría es agravar el estado de disolución, ya que el patrimonio neto continuaría invariable y el capital pagado sería mayor. Otra de las interrogantes es como reducir el capital pagado en cuantía suficiente, esta alternativa es absurda, por lo que se debe considerar que se está refiriendo a la reducción del capital social.

La octava disposición transitoria de la Ley, modificada por las leyes 27237, 27388 y 27610, deja en suspenso hasta el 31 de diciembre de 2003 dicha causal de disolución.

1.1.2.5. Acuerdo de la junta de acreedores, adoptado de conformidad con la ley de la materia, o quiebra;

Este nuevo mecanismo legal, explica Palma, supone la declaratoria de insolvencia de una sociedad, por parte de una autoridad administrativa (INDECOPI), luego de la cual se convoca a los acreedores, quienes reunidos en junta deciden el destino de la empresa; una de las opciones que tiene la junta de acreedores para decidir el destino del insolvente es la disolución y liquidación. En este caso el procedimiento para la liquidación, quiebra y extinción de la

[255] La interrogante puede ser ¿Mediante el cobro de los dividendos pasivos?. Dentro del activo también se encuentra las cuentas por cobrar a los accionistas.
[256] PALMA NAVEA, José E.. Ob. cit. Página 238

misma, se regula exclusivamente por la Ley del Sistema Concursal (Ley No. 27809), y no por la Ley General de Sociedades[257].

1.1.2.6. Falta de pluralidad de socios, si en el término de seis meses dicha pluralidad no es reconstituida;

La causal de disolución por la falta de pluralidad de socios no origina *"ipso iure"* la disolución de la sociedad, sino que hay un plazo para recomponer tal pluralidad. En el caso que no se logre recomponer tal pluralidad en dicho período, se configura en causal de disolución. Si no se adopta el acuerdo de disolución y continúa la sociedad en actividad adquiere la condición de sociedad irregular, tal como lo señala el artículo 423 de la Ley General de Sociedades. De presentarse esta situación, el gerente, director o cualquier representante de la sociedad están legitimados para requerir la convocatoria de la junta general con la finalidad que acuerden la disolución de la sociedad, o en su defecto, solicitar al juez la convocatoria y si no se acuerda la disolución, que declare en tal estado a la sociedad (Artículo 409 de la Ley). Se debe tener en cuenta que el gerente, director o cualquier representante de la sociedad será personal, solidaria e ilimitadamente responsables por los contratos y actos jurídicos realizados desde que se produjo la irregularidad (Artículo 424 de la Ley).

1.1.2.7 Resolución adoptada por la Corte Suprema;

El artículo 410 señala que el Poder Ejecutivo mediante Resolución Suprema solicitará a la Corte Suprema la disolución de sociedades cuyos fines o actividades sean contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres. La Corte Suprema resuelve, en ambas instancias, la disolución o subsistencia de la sociedad. Producida la resolución de disolución y salvo que la Corte haya dispuesto otra cosa, el directorio, el gerente o los administradores bajo responsabilidad, convocan a la junta general para que dentro de los diez días designe a los liquidadores y se dé inicio al proceso de liquidación. Si la convocatoria no se realiza o si la junta general no se reúne o no adoptan los acuerdos que le competen, cualquier socio, accionista o tercero puede solicitar al juez de la sede social que designe a los liquidadores y dé inicio al proceso de liquidación.

Esta vía es también de utilidad en el caso que ya no se pueda ejercitar la acción de nulidad del pacto social (Inciso 2 del artículo 33 de la Ley) por haber caducado dicha acción (Art. 35 de la Ley), en tal caso se deberá solicitar al Poder Ejecutivo que inicie los trámites que terminen en la Resolución de la Corte Suprema declarando la disolución de la sociedad por tener fines o actividades que afecten al orden público o a las buenas costumbres.

Los problemas surgen en su aplicabilidad, primero, por que cuando el acto que se encuentra tipificado como delito es efectuado mediante la actividad de la sociedad (contraria a las leyes que interesan al orden público), el juez puede, como consecuencia accesoria, decidir la disolución de la sociedad (artículo 105 del código penal); en segundo lugar, es la existencia de cuestionamientos sobre el procedimiento, Alfaro y Calderón consideran que la Resolución Suprema

[257] PALMA NAVEA, José E.. Ob. cit. Pág. 239

como acto Administrativo siempre es impugnable, no teniendo el carácter de mera solicitud; expresan que la impugnación de dicho acto administrativo, por tener que acompañar pruebas de descargo y la suprema conoce en "ambas instancias" debe tramitarse en "vía de conocimiento"[258]. Por tales motivos, la búsqueda de jurisprudencia ilustrativa al respecto ha sido estéril.

1.1.2.8 Acuerdo de la junta general, sin mediar causa legal o estatutaria;

Uría considera que la disolución por acuerdo de la junta general es una consecuencia lógica del carácter soberano de la junta. Asimismo, sostiene este jurista que, si la sociedad nace por un acuerdo de los socios, puede disolverse por acuerdo en sentido contrario[259].

1.1.2.9 Otras causas contempladas en la ley, estatuto o convenios de los socios registrados en la sociedad;

Se deja abierta la posibilidad para que la ley, en casos especiales, el estatuto o los convenios de accionistas o socios establezcan causales de disolución. Merece un comentario especial la fuerza vinculante del convenio de accionistas que puede establecer causales de disolución. En primer lugar, se aprecia que no se trata de convenios que solo son comunicados a la sociedad, cuyo alcance afecta a los socios que son partes del mismo y que la sociedad debe respetar o hacerlo cumplir (inclusive pueden participar terceros según indica el artículo 8 de la Ley), pues, el inciso 9 del artículo 407 de la Ley indica que tales convenios deben ser celebrados entre accionistas y estar registrados en la sociedad. En segundo lugar, tampoco se trataría de los convenios entre accionistas que se registran ante la sociedad en la matrícula de acciones, ya que estos deben versar sobre las acciones o tener por objeto el ejercicio de los derechos inherentes a ellas (artículo 92 de la Ley). Los convenios entre socios que podría establecer causales de disolución, serían los que no sólo involucre a las obligaciones entre accionistas, sino a las obligaciones de estos para con la sociedad y viceversa o que intervengan todos los accionistas. En la figura señalada en el párrafo b del Articulo 55 de la Ley se puede comprender a los convenios de los socios originarios de causales de disolución.

1.1.3 Efectos de la disolución

1.1.3.1 En el objeto social

La persona jurídica no muere en el instante en que interviene la causa extintiva, sino que entra en agonía; su vitalidad queda limitada, debilitada, especializada en el sentido de que, abandonando el objeto de vida, ahora persigue su objeto de muerte, piensa en liquidarse, en arreglar sus propios asuntos y en preparar su definitivo traspaso. El fin se modifica: el originario es sustituido por el fin liquidación[260].

---

[258] ALFARO LANCHIPA, Rosario y CALDERON PUERTAS, Carlos. Los Procesos en la Ley General de Sociedades. Revista Jurídica del Perú. Año LI, No. 20. Trujillo Marzo 2002 Páginas 116 a 118

[259] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.421

[260] RICHARD, Efrain y MUIÑO, Orlando. Ob. cit.Pág. 293

La actividad social lucrativa, consistente en la explotación o desarrollo de una empresa, cesa para dejar paso a una actividad puramente liquidatoria, limitada a realizar aquellas operaciones dirigidas a conseguir la liquidación y a extinguir después la sociedad.

Las funciones del organismo social se restringen, ya que sólo pueden ejecutarse las que se refieren a su único fin, la liquidación; pero mientras ese fin no se ha realizado, hay todavía razón de ser para la sociedad, la cual subsiste todavía, como entidad diversa de sus componentes[261].

En resumen, al presentarse una causal de disolución, la sociedad continúa, lo que cambia es el objeto, ya no es la explotación del negocio, sino la ejecución de las operaciones pendientes, o sea una mera actividad liquidatoria dirigida al cobro de créditos, al pago de deudas, a la fijación del haber social remanente y a la división de éste, en su caso, entre los socios[262].

1.1.3.2 En la personalidad de la sociedad

La presencia de una de las causas de disolución, da derecho a los socios para exigir la liquidación de la sociedad, pero, la personalidad jurídica de ésta se prolonga hasta liquidar completamente las relaciones sociales[263].

Durante el período de liquidación, la sociedad continua viviendo; continúa el contrato social, porque el estado de liquidación no libera a los socios de las obligaciones contraídas; continúa la personalidad jurídica, porque la sociedad conserva su nombre, su domicilio, su contabilidad y su patrimonio, independientemente constituido en garantía de los acreedores sociales y defendiendo su integridad frente a los acreedores particulares de los socios, en tanto no formalice la extinción de la sociedad, una vez hecha la liquidación[264].

1.1.3.3 En la denominación social

Las sociedades que han caído en alguna causal de disolución se encuentran en estado de liquidación, no pueden ocultar su condición, es por ello que la ley las obliga que añadan a su nombre la frase "en liquidación".

1.1.3.4 En la administración de la sociedad

Una vez declarada la disolución de la sociedad, por haberse manifestado una causal, en la sociedad desaparece el órgano administrativo, los administradores cesan en su representación para hacer nuevos contratos y contraer obligaciones y son sustituidos por los liquidadores.

1.1.3.5 En la contabilidad de la Sociedad

---

[261] VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. "Asambleas, Fusión y Liquidación de Sociedades Mercantiles. Editorial S.A. Mexico 1992..Página.395
[262] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.203
[263] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de ... .Página.597 Y 598
[264] Ver: VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit..Página.394 y URÍA, Rodrigo. Derecho. Página.426

Durante el período de liquidación, no existe la obligación de elaborar el balance anual, será sustituido por un estado de cuentas en él supuesto que la liquidación se prolongue por más de un ejercicio, hasta la formulación del balance final.

1.2 La Liquidación

1.2.1 Definición

Se puede definir a la liquidación, como el conjunto de operaciones, posteriores al hecho de incurrir en causal de disolución, necesarios para concluir los negocios pendientes mediante la realización de su activo (exigir derechos, convertir bienes a metálico, etc.) y la extinción del pasivo (ejecutar o cumplir sus obligaciones), con la finalidad de determinar el remanente del patrimonio social y hacer posible su reparto a los socios o accionistas, quienes tienen el derecho a la cuota de liquidación[265].

1.2.2 Operaciones de liquidación

1.2.2.1 Formular el inventario, estados financieros y demás cuentas al día en que se inicie la liquidación;

La liquidación empieza por la ocupación de la sociedad, la misma que comprende todos los bienes muebles e inmuebles, libros y papeles de la sociedad y otros bienes que formen parte de la negociación mercantil[266]. Una vez que los administradores hagan la entrega a los liquidadores de los bienes sociales, poniéndoles en posesión material de los mismos y de la gestión social, estos, como primer deber, procederán, lo más rápidamente posible, a formular un inventario descriptivo y estimativo del fondo social, del que resultará el estado del activo y pasivo de la sociedad en el momento de la apertura de la liquidación[267].

El inventario tiene como finalidad esencial establecer la relación de toda clase de bienes, valores y efectos que quedan confiados a los liquidadores, y ofrece especial interés tanto para éstos como para los administradores, a efectos de responsabilidades pretéritas o futuras derivadas de la conservación de esos bienes[268].

La ley ordena a los liquidadores que formulen el inventario, balance y otras cuentas de la sociedad, al tiempo de comenzar sus funciones, con referencia al día en que se inicie la liquidación. La formulación de las cuentas al día en que se inicia la liquidación, tiene incidencia en las operaciones de liquidación, ya que los negocios sociales que se concluirían son los pendientes al tiempo de la disolución, ya se trate de contratos bilaterales u otros negocios jurídicos que vinculan a la sociedad que ha de desaparecer.

---

[265] Ver: URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.431; VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit. Páginas.369 y 370; RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Joaquín. "Curso de ... .Página.209; GARRIGUES, Joaquín. "Curso de ... .Página.598 y RICHARD, Efrain y MUIÑO, Orlando. Ob. cit.Pág. 293

[266] RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Joaquín. "Curso de ... .Página.212 y 213

[267] VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit..Página.415

[268] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.434

1.2.2.2 Realizar las operaciones pendientes y las nuevas que sean necesarias para la liquidación de la sociedad;

Los liquidadores deben realizar las operaciones comerciales pendientes, entendiéndose, por operaciones pendientes, toda aquella que, habiéndose iniciado en el período anterior a la liquidación, no se hayan terminado totalmente al tiempo de presentarse la causal de disolución e iniciarse la extinción de la sociedad. En esta etapa se deberá dar cumplimiento a todas las obligaciones de dar, hacer o no hacer para así contribuir a la liberación del patrimonio. La ley no permite interrumpir la ejecución y el curso de los contratos por el hecho de que la sociedad entre en período de liquidación[269].

En las relaciones de duración con término definido, no se puede resolver el contrato por voluntad de cualquiera de las partes, pues el contrato tiene fuerza de ley para los contratantes, es por ello que este tipo de contrato, sólo está subordinado a las causas normales de extinción de vínculos contractuales. Respecto a las relaciones de duración indefinida, se aplican las normas para este tipo de contratos, o sea, que se puede ponerle fin mediante aviso previo (artículo 1365 del Código Civil).

Como se puede apreciar, los liquidadores para concluir las operaciones sociales pendientes al tiempo de la disolución, deben poner fin a las relaciones jurídicas existentes en dicho momento. Pero no deben emprender otras nuevas, a menos que sean consecuencia obligada de las operaciones comenzadas y si ellas son necesarias para no entorpecer la conclusión de las primeras operaciones. No deben considerarse como nuevas operaciones, aquellos actos que económicamente se coordinan con un negocio ya cumplido, o cuando está vinculado con otro ya existente[270].

1.2.2.3 Transferir a título oneroso los bienes sociales;

Todos los bienes integrantes del patrimonio de la sociedad (bienes corporales inmuebles y muebles, derechos de contenido patrimonial, etc.) pueden ser enajenados por los liquidadores para convertirlos en dinero, con el objetivo de facilitar la posterior labor de división del haber social entre los accionistas[271]. Pero ésta no es la nota esencial, porque bien pudiera suceder que por diversas circunstancias (desde la voluntad de los socios hasta la imposibilidad de enajenación) dicha conversión resultare imposible o económicamente perjudicial[272].

1.2.2.4 Exigir el pago de los créditos y dividendos pasivos existentes al momento de iniciarse la liquidación.

La realización del activo no se agota con la enajenación de los bienes sociales, el liquidador debe proceder también al cobro de los créditos que sea titular la sociedad, la ley le otorga la facultad de hacer efectivas las deudas que los terceros tengan con la sociedad, pudiendo valerse de todos los medios que crea

[269] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.435
[270] VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit.. Páginas 417y 418.
[271] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.436
[272] RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Joaquín. "Curso de Página.213

más idóneos para alcanzar el fin perseguido, comprendiendo aún aquellos de carácter judicial, o sea, se encuentra legitimado para exigir el cumplimiento de las obligaciones a favor de la sociedad.

El cobro de los créditos debe hacerse a cualquiera que sea el deudor, por ejemplo, a otra sociedad, por los dividendos que rindan las acciones que la sociedad en liquidación tenga la calidad de titular. Por otro lado, la percepción de dividendos pasivos durante la liquidación no es más que un supuesto especial del cobro de créditos[273].
En este último caso se presentan dudas respecto al momento en el que se debe exigir el pago de los dividendos pasivos al accionista o socio. Algunos consideran que sólo cuando los fondos disponibles, en el momento de la liquidación, no sean suficientes para hacer frente a las deudas sociales, los liquidadores pueden actuar contra los socios exigiéndoles la entrega de las cantidades de que todavía resulten deudores por sus aportaciones sociales; se fundamenta tal afirmación en el hecho que exigir al socio su aportación es innecesario, cuando más tarde se tiene que devolvérsele.

En realidad, la obligación que el accionista tiene con la sociedad es exigible a partir del vencimiento del plazo que se le otorga para que cumpla con entregar sus aportaciones, por la autonomía del patrimonio social, los accionistas o socios, no podrán oponer como compensación su parte social, ni pretender pagar al tiempo de la repartición con una futura compensación.

Lo razonable es que la exigencia de pago de los dividendos pasivos sean los existentes al momento de iniciarse la liquidación, sin esperar a verificar que fondos disponibles en el proceso de la liquidación no sean suficientes para hacer frente a las deudas sociales, así lo entiende nuestra ley; pero, en el caso que los dividendos pasivos correspondan a aumentos de capital social acordados por la junta general con posterioridad a la declaratoria de disolución, sólo se debe exigir en la cuantía que sea suficiente para satisfacer los créditos y obligaciones frente a terceros.

El capital social, ordinariamente cumple dos funciones: financiar el ejercicio de la empresa social y satisfacer las obligaciones asumidas por la sociedad; pero cuando la sociedad está en liquidación, el capital social no tiene más que este último cometido. Es por ello que los dividendos pasivos existentes después de la declaración de disolución, son exigibles sólo en cuanto haya necesidad de tal entrega para realizar el fin de la liquidación

1.2.2.5 Concertar transacciones y asumir compromisos y obligaciones que sean convenientes al proceso de liquidación;

Los liquidadores están facultados a decidir, con terceros vinculados negocialmente, sobre alguna materia dudosa evitando el pleito que podría promoverse o sobre algún asunto litigioso finalizando el litigio iniciado. La decisión conjunta mencionada se efectúa mediante el otorgamiento de concesiones recíprocas, precisamente, con tales concesiones recíprocas se pueden crear, modificar o extinguir relaciones diversas de aquellas que han

[273] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.438

constituido objeto de la controversia, para ello el liquidador debe tener las atribuciones necesarias y en este caso se lo da la ley, pero con una limitación, que dichos compromisos y obligaciones sean convenientes a la liquidación.

Por otro lado, de acuerdo con la norma comentada, los liquidadores pueden realizar todas aquellas operaciones que, no estando prohibido por la ley o por los socios, sea necesario o hagan más ventajosa, más fácil o más rápida para extinguir el pasivo y recuperar el activo social, o sea, la liquidación de la sociedad[274].

1.2.2.6 Pagar a los acreedores y a los socios;

Respecto al pago a los acreedores, debe distinguirse los créditos vencidos y los créditos no vencido, los primeros, serán satisfechos por los liquidadores sin sujeción a orden ni prelación alguna, del mismo modo que se satisfacen en el período de vida normal y activa; respecto a los segundos, la sociedad no puede imponer al acreedor el reembolso anticipado, pero la sociedad puede extinguirse sin esperar el vencimiento de las deudas, asegurando previamente el pago de las mismas. El pago a los socios constituye realmente la última fase de la liquidación, concerniente a la división del haber social[275].

1.2.2.7 Balance final de liquidación

En el período de liquidación la actividad social habrá de ir decreciendo paulatinamente hasta desaparecer con la división del haber social entre los accionistas, las operaciones propias de la liquidación, cualesquiera que sean, deben tener su reflejo contable, que servirá para la redacción del balance final, señalando el término de lo que podríamos llamar actividad gestora de los liquidadores y abre el camino a la última fase de su actuación, consistente en repartir a cada socio la parte que le corresponda en él haber social[276].

1.3 División del Haber social

Una vez extinguido el pasivo social con terceros (extinguidas todas las deudas y obligaciones de la compañía o depositado su importe si la entrega no se hubiera podido verificar), a los liquidadores les compete extinguir las relaciones entre los socios, mediante la división del haber social resultante de la liquidación. Para ello deben confeccionar el balance final, el cual debe ser formulado de acuerdo con el valor real de los bienes existentes en el patrimonio social.

El balance final de liquidación con la propuesta de reparto del haber social, señala el punto de no retorno, a partir del cual había de considerarse definitivamente adquirido por el socio el derecho a la cuota de liquidación. El proyecto de distribución del remanente existente debe tomar en cuenta, ante todo, la cuota parte del capital social que corresponde a cada socio, y después, salvo disposición contraria del estatuto, la participación que corresponda a dichos socios en forma proporcional al reparto de ganancias.

---

[274] Ver: URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.436 y VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit..Página.416
[275] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.438 Y 439
[276] URÍA, Rodrigo. Derecho...Páginas.435 y 441

La doctrina admite que aún después de la determinación de la cuota, una sociedad disuelta pueda acordar su fusión, absorción o escisión, siempre que no se haya iniciado efectivamente el reparto del remanente entre los accionistas, debemos entender que en tales casos el inicio del reparto marca también el momento de independencia definitiva del derecho a la cuota de liquidación[277].

Luego de la realización del activo y en la extinción del pasivo, queda un residuo de bienes; llamado haber social remanente. Éste se debe repartir entre los socios, mediante una operación completamente independiente de la liquidación, que se denomina división. La división consiste en la repartición del haber social remanente entre los socios; es pues, el medio técnico necesario para que a la co-titularidad de los socios sobre el conjunto de los bienes pertenecientes a la sociedad que deja de existir, se sustituya por la titularidad de los adjudicatarios[278].

La división no debe confundirse con la liquidación, la liquidación tiene por fin la eliminación de las recíprocas relaciones de los socios y de la sociedad con los terceros; la división tiene como finalidad exclusiva la repartición de los bienes líquidos o en natura comprendidos en la restante masa patrimonial adjudicándolos a los que tienen derecho. La división no es una parte ni una fase de la liquidación, constituye la secuela inmediata de la extinción de la sociedad.

Cuando la liquidación termina, la división comienza; el proyecto de división no puede considerarse como actividad de división, porque se formula dentro del campo de la liquidación, como el acto final de ésta y que sirve, junto con el balance, para justificar la gestión del liquidador[279]. La división del haber social es la última etapa del período de extinción de la sociedad[280].

2. Derecho a la cuota de liquidación

2.1 Fundamentos

Junto al derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales la ley regula una manifestación complementaria como es el derecho de participar en el patrimonio resultante de la liquidación; éste es un derecho de naturaleza patrimonial y contenido estrictamente económico[281]. Es evidente que quien realiza una inversión productiva pretenda no sólo obtener los frutos de su inversión sino, al finalizar el negocio, recuperar el capital invertido.

El derecho a la cuota de liquidación, entendido como derecho "mínimo" en los términos que maneja la ley, es también un derecho que, en los casos normales de las sociedades anónimas cuyo objeto es el ejercicio de una actividad económica guiada por criterios de rentabilidad, debe considerarse indisponible por estipulación de los estatutos o por acuerdo de la junta, aunque aquellos y ésta, puedan establecer

[277] Ver: RICHARD, Efrain y MUIÑO, Orlando. Ob. cit. Página 323; URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.207 y SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. Ob. cit.. Págs. 135 , 137 y 430
[278] VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit..Página.444(División del Haber Social)
[279] VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit..Página.445 Y 446
[280] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Página.603
[281] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. Ob. cit.. Pág 134

diferencias entre unos y otros accionistas en lo que respecta a la extensión de ese derecho.

El socio que en vida de la sociedad gozaba sólo de un derecho potencial sobre los bienes sociales, concluida la liquidación, a través del procedimiento de división, ese derecho potencial se cristaliza en un derecho concreto sobre la parte que a cada acción se le haya asignado, en el caso de las sociedades anónimas[282].

Se sostiene que el derecho a la cuota de liquidación lo tuvieron siempre los socios, pero como derecho concreto, nace con la constatación de la existencia de una causal de disolución, otros consideran que nace con la designación de los liquidadores y la inscripción de los mismos. La mayoría de juristas afirman que tal derecho concreto a la cuota de liquidación nace con la presentación del balance final que define el contenido estricto del derecho patrimonial que el socio tiene contra la sociedad. Coincidiendo con Richard y Muiño se puede decir que es ese el momento en que el socio casi se convierte en tercero, como cuando la sociedad, constatando (la junta o reunión de socios) la existencia de utilidad, declara el reparto de dividendos; situación en que este derecho creditorio pasa a ser el de un tercero acreedor[283].

2.2 Acciones Ordinarias

En las acciones ordinarias el derecho a la cuota se determina observando el principio de proporcionalidad, o sea relacionada a la participación en el capital social, salvo convenio entre accionistas inscritos ante la sociedad.

2.3 Acciones Privilegiadas

La ley otorga libertad para que en el estatuto o pacto social se otorgue diversos privilegios a determina clase de acciones, con las limitaciones que posteriormente señalaremos. En las acciones sin derecho a voto, tal privilegio consiste en la facultad de obtener el reembolso del valor desembolsado antes de que se distribuya cantidad alguna a las acciones ordinarias. Se trata ante todo de una preferencia en el derecho a participar en el patrimonio resultante de la liquidación.

3. La cuota de liquidación y el patrimonio neto resultante

3.1 El haber social como patrimonio neto resultante

El patrimonio de la sociedad se nutre con las ganancias sucesivamente reservadas y con las plusvalías que experimenten los bienes sociales. Siempre que a la liquidación de la sociedad, tenga ésta un activo que exceda del pasivo más allá de la cifra del capital, en ese reparto final del patrimonio necesariamente irán englobadas ganancias no repartidas en vida de la sociedad. En otro caso, la división del haber social resultante de la liquidación no hará más que devolver a los socios, en todo o en parte, lo aportado por ellos al desembolsar las acciones[284].

---

[282] VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit..Página.444
[283] RICHARD, Efrain y MUIÑO, Orlando. Ob. cit. Páginas 295 y 296
[284] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Ob. cit.. Pág. 404

3.2 Cálculo de la cuota de liquidación

3.2.1 Cálculo en caso de acciones ordinarias

De existir solamente acciones ordinarias, la cuota que a cada socio corresponda en la división del haber social debe ser proporcional a su participación en el capital social o porción de interés en la sociedad[285].

Ese reparto proporcional al valor nominal de los títulos sólo resultará equitativo cuando las acciones estén desembolsando en la misma medida o proporción; tratando de lograr tal equidad, en el supuesto que las acciones estén desembolsadas en distinta medida, establece la ley que, se restituirá en primer término a los accionistas que hubiesen desembolsado mayores porcentajes, hasta el exceso sobre la aportación de los que hubiesen desembolsado menos, y el resto se distribuirá entre todos los accionistas en forma proporcional[286]. Ello parece sensato, pues, puede haber algunas que adeuden dividendos pasivos en mayor medida que otras. En tal caso, expresa el artículo 420, debe reembolsarse, en primer término, los mayores porcentajes pagados por los accionistas, en relación con los demás, el saldo se distribuye entre los socios en proporción a su participación en el capital social. En este cuadro se puede apreciar el procedimiento diseñado por la ley:

Accionista	A. S.	% CS	A P	% AS	> % AP	(HS/CS)*(A.S.* > % AP)	SHS/CS*AS	Cuota de Liq. (S/.)
A1	17000	17%	4250	25%	0%	0.00	49474.25	**49474.25**
B1	16000	16%	4800	30%	5%	2800.00	46564	**49364.00**
C1	15000	15%	6000	40%	15%	7875.00	43653.75	**51528.75**
D1	13000	13%	6500	50%	25%	11375.00	37833.25	**49208.25**
E1	11000	11%	3300	30%	5%	1925.00	32012.75	**33937.75**
F1	10000	10%	5500	55%	30%	10500.00	29102.5	**39602.50**
G1	8000	8%	4800	60%	35%	9800.00	23282	**33082.00**
H1	6000	6%	3900	65%	40%	8400.00	17461.5	**25861.50**
I1	4000	4%	2800	70%	45%	6300.00	11641	**17941.00**
CS (S/.)	100000	100%	41850	Totals		58975.00	291025	**350000.00**
HS (S/.)	**350000**							
SHS (S/.)	291025							

Leyenda
CS = Capital Social
AS = Acciones Suscritas
AP =Acciones Pagadas
HS = Haber Social
SHS = Saldo del Haber Social

La fórmula de mayor transparencia hubiera sido que, en dicho caso, el haber social se distribuirá entre los accionistas en proporción a su participación en el capital pagado; con la propuesta mencionada se cumpliría el principio de equidad, en virtud del cual, el accionista que ha asumido mayores riesgos debe

[285] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.207
[286] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.442

ser compensado proporcionalmente, en relación con los otros accionistas, en el reparto del patrimonio de liquidación[287]. El siguiente cuadro es ilustrativo:

Accionista	A.Suscritas	%	Acc. Pagadas	% capital pagado	Cuota de Liquidación
A1	17000	17%	4250	10.1553%	**35543.6081**
B1	16000	16%	4800	11.4695%	**40143.3692**
C1	15000	15%	6000	14.3369%	**50179.2115**
D1	13000	13%	6500	15.5317%	**54360.8124**
E1	11000	11%	3300	7.8853%	**27598.5663**
F1	10000	10%	5500	13.1422%	**45997.6105**
G1	8000	8%	4800	11.4695%	**40143.3692**
H1	6000	6%	3900	9.3190%	**32616.4875**
I1	4000	4%	2800	6.6906%	**23416.9654**
Capital Social	100000	100%	41850	100%	**350000.0000**
Haber Social	**350000**				

3.2.2 Cálculo en caso de acciones privilegiadas

La sociedad mediante acuerdos estatutarios tiene la facultad de crear acciones privilegiadas, cuya manifestación en el caso concreto de las acciones sin derecho de voto es la de gozar de un derecho de participar preferentemente en la cuota de liquidación, que permitiría a algunos accionistas ser preferidos a los tenedores de acciones ordinarias[288]. La ley no impide que el estatuto estipule otros privilegios, como una mayor proporción en el reparto de los beneficios que se reflejen en el patrimonio resultante de la liquidación, asimismo, de existir pérdidas, participen en menor medida que las acciones ordinarias, no pudiéndose exonerar de toda responsabilidad por las pérdidas sociales (artículo 39 de la ley).

3.2.2.1 Cuando el patrimonio resultante es mayor al capital social

Si el patrimonio resultante de la liquidación es superior a la cifra del capital social, es decir, si ha habido beneficios, en el caso de las acciones sin derecho de voto, la cuota de liquidación será proporcionalmente la misma para todos los accionistas; en esta clase de acciones privilegiadas el privilegio consiste en el reembolso del valor nominal de sus acciones antes que se le reintegre a los demás accionistas. Ello no impide que si existen beneficios (el exceso del capital social) tengan establecidos por el estatuto, privilegios en la participación del mismo sin excluir a los titulares de las acciones ordinarias, ya que los derechos indicados en el artículo 96 son derechos mínimos.

3.2.2.2 Cuando el patrimonio resultante es igual al capital social

Si el patrimonio resultante de la liquidación es suficiente para devolver la inversión a los accionistas, las acciones privilegiadas (Ejemplo las acciones sin derecho de

[287] MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Comentarios Página.573
[288] MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Comentarios Página.573

voto) no se verán afectadas, serán devueltas las sumas invertidas a todos los accionistas. En este caso el privilegio consistiría en una preferencia al momento de obtener la devolución de su inversión.

3.2.2.3 Cuando el patrimonio resultante es menor al capital social

Sánchez Andrés señala que el principio de igualdad entre accionistas sin voto y accionistas con voto, sólo se romperá, radicando aquí el privilegio, cuando el patrimonio resultante de la liquidación sea inferior al capital social, es decir, cuando la sociedad se encuentre en situación de pérdidas, se trata, de una posición privilegiada a la hora de soportar las pérdidas sociales, y no de una participación privilegiada en las eventuales ganancias acumuladas por la sociedad. En este caso, las acciones sin voto (privilegiadas) recibirán una cuota mayor, incluso, podrán absorber todo el patrimonio repartible[289].

En el caso antes mencionado, debe tenerse en cuenta que, no se podría privar a ningún accionista del derecho a participar en la cuota de liquidación, ni los estatutos podrían establecerlo. Lo impediría lo dispuesto en el inciso 1 del artículo 95 por ser éste un derecho esencial del accionista. De igual manera, el artículo 39 de la ley prohíbe la exoneración de responsabilidad por pérdidas. De tratarse de otro tipo de acciones privilegiadas, o, no se señale como privilegio su participación en menor medida que las ordinarias, las pérdidas deben ser asumidas en la proporción a su participación en el capital social.

3.3 Forma de Pago

La división se hará en la forma que propongan los liquidadores, o en el modo que acuerden los socios, si cualquiera de ellos propusiera al efecto la reunión de todos ellos en junta general. Normalmente, para facilitar el reparto se convierte el activo en dinero, pero nada se opone a la división in natura[290], dependiendo si los bienes son susceptibles o no de división.

La distribución en especie puede ejecutarse cuando los bienes admitan una división in natura, para la división in natura, se seguirán las reglas de la partición hereditaria, guardando la obligada proporción entre la cuota de liquidación que se atribuya al socio y su participación en el capital social. Pero cuando la división in natura no es posible, deberá hacerse en dinero, así pues, en las sociedades anónimas abiertas la división in natura sería imposible, dado el enorme fraccionamiento del capital social por consecuencia de su división en acciones, en este caso, la división se hace en dinero abonándoles a cada accionista la cantidad proporcional al importe nominal de sus acciones, salvo los derechos de las acciones preferentes[291].

3.4 Adelantos a cuenta del haber social

Del texto del numeral 1 del artículo 420 de la ley, se puede entender que, no sería posible la distribución parcial del haber social como adelanto a cuenta, ya

[289] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. Ob. cit.. Págs. 430 y 431
[290] URÍA, Rodrigo. Derecho...Página.207
[291] Ver: GARRIGUES, Joaquín. "Curso de ... .Página.603 y VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. Ob. cit..Página.446

que se menguaría el patrimonio social, poniendo en peligro la satisfacción de los créditos pendientes; pero hay casos en los que se presentan créditos no vencidos y que sus pagos están debidamente asegurados, esta situación la ley no puede ignorar, es por ello que el numeral 5 del artículo 420 de la Ley General de Sociedades, con el objeto de contemplar estos casos y otros, cuidando los intereses de los acreedores, faculta a los liquidadores a efectuar adelantos a cuenta del haber social, bajo responsabilidad solidaria de éstos.

4. Estimaciones Preliminares

a) La disolución es el momento social en el cual, se verifica una causa legal o estatutaria, que pone fin a la etapa normal de funcionamiento en la que se cumple el objeto, dando inicio a una segunda etapa, denominada liquidación, y posteriormente concluirá con la división del haber social y extinción de la sociedad como sujeto de derecho.

b) Al presentarse una causal de disolución, la sociedad cambia de objeto, pues, su objeto ya no es la explotación del negocio, sino la ejecución de las operaciones pendientes, o sea, una mera actividad liquidatoria dirigida al cobro de créditos, al pago de deudas, a la fijación del haber social remanente y a la división de éste, en su caso, entre los socios.

c) La división no debe confundirse con la liquidación, la liquidación tiene por fin la eliminación de las recíprocas relaciones de los socios y de la sociedad con los terceros; la división tiene como finalidad exclusiva la repartición de los bienes líquidos o en natura comprendidos en la restante masa patrimonial adjudicándolos a los que tienen derecho. La división no es una parte ni una fase de la liquidación, constituye la secuela inmediata de la extinción de la sociedad. El balance final de liquidación, con la propuesta de reparto del haber social, señala el punto de no retorno, a partir del cual había de considerarse definitivamente adquirido por el socio el derecho a la cuota de liquidación.

d) Siempre que al final de la liquidación de la sociedad, tenga ésta un activo que exceda del pasivo más allá de la cifra del capital, en ese reparto final del patrimonio necesariamente irán englobadas ganancias no repartidas en vida de la sociedad. En otro caso, la división del haber social resultante de la liquidación no hará más que devolver a los socios, en todo o en parte, lo aportado por ellos al desembolsar las acciones.

e) El reparto proporcional al valor nominal de los títulos sólo resultará equitativo cuando las acciones estén desembolsando en la misma medida o proporción. En el supuesto que las acciones estén desembolsadas en distinta medida, la ley establece que debe reembolsarse, en primer término, los mayores porcentajes pagados por los accionistas, en relación con los demás, el saldo se distribuye entre los socios en proporción a su participación en el capital social. Pero una fórmula de mayor transparencia hubiera sido que, en este caso, el haber social se distribuirá entre los accionistas en proporción a su participación en el capital pagado.

f) La sociedad mediante acuerdos estatutarios tiene la facultad de crear acciones privilegiadas, cuya manifestación en el caso concreto de las acciones sin

derecho de voto es la de gozar de un derecho de participar preferentemente en la cuota de liquidación, que permitiría a algunos accionistas ser preferidos a los tenedores de acciones ordinarias. Si existen beneficios (el exceso del capital social) establecidos por el estatuto, los privilegios en la participación del mismo no deben excluir a los titulares de las acciones ordinarias. Asimismo, en caso que el haber social sea menor que el capital social, las acciones sin voto (privilegiadas), podrán recibir una cuota mayor pero no podrán absorber todo el patrimonio repartible. Debe tenerse en cuenta que, no se podría privar a ningún accionista del derecho a participar en la cuota de liquidación, ni los estatutos podrían establecerlo

Capitulo VII
DERECHO DE ASISTENCIA Y VOTO

1. PROBLEMATICA ACTUAL

Kozolchyk dice que las sociedades anónimas, en su etapa inicial de la evolución, se caracterizaron por que la propiedad y control fue familiar. En la segunda etapa, se caracterizaron por el control efectivo, bien por un individuo o por un grupo. Finalmente, en la tercera etapa, la peculiaridad es del control administrativo gerencial. Esta es la evolución de la sociedad anónima en los países de gran desarrollo económico. En los países subdesarrollados, como el Perú, la mayoría de sociedades anónimas presentan características de la primera etapa de su evolución.

En el país la sociedad anónima es predominantemente cerrada y familiar, sus órganos no funcionan regularmente, el financiamiento de sus negocios lo realizan vía el endeudamiento, no es de su interés el reparto de utilidades, y las decisiones lo toma el clan familiar, cuya proclividad es satisfacer primero los intereses familiares antes que los intereses de la sociedad.

Resulta paradójico, que en esta etapa del desarrollo de nuestras sociedades anónimas, cuando aún no se ha logrado consolidar normas que impulsen el funcionamiento de sus órganos sociales, se pretenda percibir al ausentismo de los accionistas en la vida de la sociedad como fundamento para la privación del derecho de voto y la aplicación de este supuesto para todas las formas de sociedades anónimas.

Situación distinta ocurre en aquellas pocas sociedades anónimas abiertas, en el que el ausentismo en las juntas generales de accionistas es producto de la atomización de la participación de éstos en el capital social y de la presencia de un interés que no es suficiente, ni económicamente justificable, para estimular su participación en el órgano deliberativo de la sociedad anónima. Si bien es cierto, que estas sociedades, por su importancia en la economía del país, merecen la atención del legislador, las normas creadas para el mejor funcionamiento de sus órganos, al parecer, no pueden ser presentada como solución a los problemas de falta de actividad de los órganos de todo tipo de sociedades anónimas. Analizaremos posteriormente, si las disposiciones sobre la creación y emisión de acciones sin derecho a voto, debería alcanzar sólo a las sociedades anónimas abiertas.

En las sociedades anónimas abiertas, la masa de accionistas se encuentra compuesta por personas poseedoras de pequeños paquetes de acciones que no tienen suficiente interés para seguir de manera eficiente los problemas, difíciles y complicados, de las grandes empresas; los accionistas no han adquirido sus acciones pensando en participar de manera activa en la administración social, sino para invertir sus ahorros en unos títulos que les genere algún dividendo o les permita obtener alguna plusvalía. En estas condiciones, su presencia en la Junta general carecería de sentido y no justificaría siquiera un desplazamiento a su costo hasta el lugar de la reunión.

La mencionada falta de interés de los accionistas, trae como efecto, que queden flotando en el aire miles y miles de partículas del poder de voto que sus titulares no desean ejercitar. La verdadera contradicción es, que la suma de todas esas partículas

abandonadas representa, en estas grandes sociedades, la auténtica parte mayoritaria del capital y de los votos. Y cuando la mayoría abandona el poder, resulta inevitable y aun justificado que la minoría lo recoja y gobierne la sociedad. El fenómeno adquiere caracteres más agudos cuando mayor es el capital social y más amplia la masa de accionistas. Por ello dice Pedrol citando a Auletta, que el poder acaba concentrándose en una minoría inversamente proporcional al volumen de la Sociedad.

En las sociedades anónimas abiertas, la minoría gobierna con una apariencia democrática, recabando y obteniendo las delegaciones de voto de la mayoría inhibida, delegaciones prácticamente en blanco que le permiten votar con arreglo a su criterio personal. De lo que resulta que la Junta General ha dejado de ser una asamblea de socios para convertirse en una "reunión de representantes de socios", con la extraña particularidad de que el representante no actúa siguiendo las instrucciones de su representado, ni interpretando un criterio que el representado carece, ni siquiera sintiéndose ligado a un deber de protección a los intereses de aquél. La falta de fidelidad al interés del representado se manifiesta en la actuación de los grupos dominantes, que utilizando delegaciones de voto, logran acuerdos muchas veces en contra del interés común de los socios.

En realidad, el poder efectivo ha pasado de la Junta de Accionistas al Directorio, este órgano compuesto por personas a quienes los accionistas ni siquiera eligen y ni conocen. La atribución del poder de voto al capital no le da a éste el verdadero mando de la empresa. Y la democracia accionista se traduce, al final, en un simbólico derecho de aprobación de lo actuado a sus espaldas.

Dentro de estas circunstancias, dice Pedrol, adjudicarles el derecho de voto a los accionistas que no tienen interés en particular en la administración social, produce como resultado facilitar el falseamiento de una supuesta voluntad mayoritaria y permite que ese derecho de voto disperso juegue en favor de los administradores o de los Bancos. Es por ello que, plantea este jurista, más ajustado a la realidad sería dejar que la voluntad social se forme por quienes están interesados y quieren conocer la marcha del negocio, protegiendo en cambio a esta masa sin "affectio societatis" que considera a la acción, tan solo, como un título en el que invierte sus ahorros o permite la especulación mediante un privilegio que les asegura una percepción ventajosa de los beneficios y un cobro preferente en el evento de liquidación[292].

Pero tales soluciones, choca frontalmente con principios que han sido generadores del desarrollo de la sociedad anónima, como son el principio de proporcionalidad, que establece la correlación que debe existir entre el derecho de voto y los aportes de capital efectuado por los accionistas.

Tratando nuevamente respecto a la mayoría de sociedades anónimas en el Perú y teniendo en cuenta dichas sociedades, es importante que la ley cumpla un papel orientador, de promoción del funcionamiento de los órganos sociales, con la finalidad de atraer a inversionistas, ajenos al clan familiar, para que confíen en la rentabilidad de la colocación de sus ahorros, proporcionándoles medios de fiscalización con la finalidad que la sociedad no se desvíe de una eficiente gestión social. El reconocimiento por la sociedad anónima de los pactos de sindicación de

[292] PEDROL RIUS, ANTONIO. LA ANÓNIMA ACTUAL Y LA SINDICACIÓN DE ACCIONES. Edit. Rev. de Derecho Privado. Madrid 1969.. Pág. 62, 63, 68 y 88

acciones, la lucha contra el voto plural y la promoción del voto acumulativo se presentan, conjuntamente con el derecho a la información, como herramientas fundamentales para el fortalecimiento de los órganos sociales de la sociedad anónima que repercuten en el fortalecimiento patrimonial y con ello el reforzamiento de la confianza de los inversionistas, en el presente caso los accionistas.

El estudio sistemático de los derechos de asistencia y voto, y de los problemas presentados en el desarrollo de la sociedad anónima vinculados a estos derechos lo realizaremos a continuación.

2. DERECHO DE ASISTENCIA

2.1 Definición

Es el derecho del accionista consistente en la facultad de intervenir en los debates o discusiones que se promuevan sobre los distintos puntos del orden del día, o sobre cualquier otra cuestión previa o incidental que se desarrolle en la junta general de accionistas[293].

2.2 Evolución legislativa

El Derecho de asistencia, tradicionalmente en la legislación, se entendía como medio indispensable para el ejercicio del derecho de voto[294]; pero la aparición de las acciones de sin derecho de voto, hizo posible concebir al derecho de asistencia como una facultad en sí misma y no como simple presupuesto o facultad instrumental al servicio del voto. En efecto, la ley 26356, que modifica la anterior Ley General de Sociedades, permitía la asistencia de los titulares de acciones sin derecho de voto a las juntas generales, con voz pero sin voto, concediéndoles voz y voto en las juntas convocadas para decidir un conjunto especial de temas relacionados con sus privilegios; esta ley toma como fuente el Decreto Supremo 089-87-EF.

La vigente Ley General de Sociedades, en el inciso 2 del artículo 95 reconoce al titular de acciones ordinarias (mal llamado acciones con derecho de voto) la facultad de intervenir y votar en las juntas generales, mientras que a una clase de las acciones privilegiadas llamadas "acciones sin derecho de voto", el artículo 96 no le reconoce tal derecho; es mas, el artículo 94 expresa que tales acciones no se computan para formar el quórum de la junta general, por último, el artículo 121 legitima para asistir a la junta general a los titulares de las acciones ordinarias, sin mencionar a los titulares de las acciones sin derecho de voto.

2.3 Caracteres

El derecho de asistencia presenta las siguientes características:

a) El derecho de asistencia tiene como manifestación inicial la presencia del accionista en la junta general, la cual es fundamental para la formación de la voluntad social y para la existencia de acuerdos válidos, es por ello que

[293] PEDRESCHI, Jorge Luis. Asistencia a la Junta General de Accionistas. "El Peruano" del 04.03.94. Págs B-6 y B-7
[294] BROSETA PONT, Manuel. Manual de Derecho Mercantil. Editorial Tecnos. Madrid, 1983.. Pág. 230

la ley ha regulado con especial cuidado que tal presencia se refleje con la formulación de la Lista de Asistentes (artículo 123[295]), para el establecimiento del quórum que permita la válida constitución de la junta general de accionistas (artículos 124, 125 y 126)

b) La intervención en las deliberaciones de la junta general es necesaria para la formación de la voluntad social. El derecho de asistencia implica derecho a intervenir en los debates, no cabe una asistencia de mera presencia[296]. Garrigues y Uría expresan que el ejercicio del derecho de voz por el accionista se materializa en la intervención en los debates o discusiones que se promuevan sobre los distintos asuntos del orden del día o sobre cualquier otra cuestión previa o incidental que en la junta se promueva[297].

c) Presenta rasgos propios y puede presentarse independientemente al derecho de voto, por ejemplo, las acciones que tienen suspendido el derecho de voto por tener su titular conflicto de intereses con la sociedad (artículo 133); en este caso el derecho de asistencia viene reconocido con independencia del derecho de voto, no llegan a afectar su legitimación para asistir a la junta, ni les impedirán dejar oír su voz en ella participando en los debates. Lo que trae dudas es cuando la ley, en los casos de los accionistas morosos (artículo 79) y de los representantes de las sociedades controladas por las emisoras de acciones (artículo 105), a quienes, además de suspenderle el derecho de voto, no se les considera para formar quórum, nos llevaría a suponer que pudieran tener interrumpido el derecho de asistencia; Sánchez Andrés despeja tal duda expresando lo siguiente: "La doble circunstancia de no extender las limitaciones más allá de los supuestos positivamente previstos, de un lado, y del hecho de que la junta ofrece, por otro, ocasión para ejercer facultades autónomas o complementarias, que tales socios no tienen legalmente prohibidas, explica que este novedoso reconocimiento del derecho de asistencia por la ley, como una facultad protegible en si misma, tenga suficiente fundamento y que tal derecho pueda ejercerse desvinculado de la emisión del voto"[298]. El derecho de asistencia no comporta necesariamente el derecho de voto.

d) Es un derecho fundamental para los titulares de las acciones comunes y de las acciones privilegiadas sin derecho a voto creadas con la anterior Ley General de Sociedades. Igualmente, es un derecho fundamental de asistencia a juntas especiales de las denominadas "acciones sin derecho a voto". Sánchez Andrés señala que el derecho de asistencia forma parte de la cualidad de socio, cualquiera que sea la categoría de acciones a que cada uno de ellos pertenezca; así pues, ese derecho se atribuye tanto para concurrir a las juntas generales como a las juntas especiales[299],

---

[295] Implica la acción ejercida por algún accionista de hacer uso de la facultad de indicar que sus acciones se tomen en cuenta, al formularla, sólo para el computo del quórum de asuntos que no requieren de mayoría calificada (determinar la presencia o ausencia en la junta es vital para el ejercicio de derechos como por ejemplo e de impugnación de acuerdos y de separación)

[296] URIA GONZÁLEZ, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José. LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS. Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por Rodrigo Uria, Aurelio Menéndez y Manuel Olivencia.Tomo V. Editorial Civitas. Madrid 1992. Pág. 151

[297] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. "Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas". Tomo II. Segunda Edición. Madrid.Pág 559

[298] SANCHEZ ANDRES, Anibal. La Acción y los Derechos de los Accionistas. Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por: Uría, Menéndez y Olivencia. Tomo IV. Volumen 1º, Editorial Civitas S.A.. Madrid, 1992. Pág 139

[299] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 138 y 139

2.4 Legitimación

La asistencia a las juntas generales es un derecho inherente a la calidad de titular de acciones con derecho a voto o acciones ordinarias[300]. Acerca del tratamiento que la Ley General de Sociedades ha dado a las acciones sin derecho a voto, se debe señalar, que los titulares de estas acciones no gozan del derecho de asistir a las juntas generales. Este régimen legislativo es consistente con la naturaleza que quiere darle la ley a esos títulos, que no le otorga el ejercicio de los llamados derechos políticos del accionista[301].

Pero los accionistas sin voto asisten y tienen voto en sus propias juntas especiales y, además, disponen de otros derechos políticos muy importantes[302], Elías Laroza[303] considera que las juntas especiales de accionistas sin derecho a voto se llevan a cabo para autorizar medidas que afecten los derechos particulares de sus titulares, tal como dispone el artículo 132[304]. Este punto de vista lo trataremos al analizar las acciones sin derecho de voto.

El derecho de asistencia puede ejercitarse, por lo demás, bien personalmente o por medio de representante; el régimen de representación voluntaria permitirá participar en ellas por medio de apoderado a quienes no concurren a la reunión, o a quienes simplemente no pueden asistir personalmente a la junta[305].

3. Derecho de voto. Antecedentes y definición

3.1 Antecedentes

Nacida la sociedad anónima con acentuado carácter oligárquico, en la primera etapa de su desarrollo, no reconoce a la junta general de socios como el instrumento de formación y manifestación de la voluntad social. Las primitivas sociedades anónimas se regían y gobernaban exclusivamente por sus directores, que estaban dotados de amplísimos poderes, nombrados por los reyes y más tarde por los grandes accionistas. Cuando los accionistas comienzan a participar en el poder social, constituyéndose en una especie de consejo que vigilaba la gestión administrativa, terminan rescatando gradualmente del poder real, o sea, la facultad de elegir y nombrar a las personas directamente encargadas de la administración de la sociedad[306].

Desde el comienzo del siglo XIX, el régimen jurídico de la sociedad anónima, en el derecho europeo estuvo inspirado en el principio de que el derecho de voto es inherente a la condición de socio, la mayor parte de las legislaciones afirmaron expresamente, que todo accionista debería ser titular de un voto, por lo menos. En la generalización de ese principio influyeron tanto las ideas

---

[300] **Artículo 121.- Derecho de concurrencia a la junta general**
Pueden asistir a la junta general y ejercer sus derechos los titulares de acciones con derecho a voto que figuren inscritas a su nombre en la matrícula de acciones, con una anticipación no menor de dos días al de la celebración de la junta general.

[301] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de Sociedades comentada. Editora Normas Legales. Trujillo, Perú 1998. Página 262

[302] SANCHEZ ANDRES, Anibal Ley de S..Pág 64

[303] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de Sociedades... Página 262

[304] **Artículo 132.- Juntas Especiales.-** Cuando existan diversas clases de acciones, los acuerdos de la junta general que afecten los derechos particulares de cualquiera de ellas deben ser aprobados en sesión separada por la junta especial de accionistas de la clase afectada.

[305] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 140

[306] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentaios ... .. Pág 491

liberales, como el resultado poco favorable de la experiencia recogida sobre el funcionamiento del sistema de organización oligárquica propio de la sociedad anónima de épocas anteriores[307].

En tal época, la sociedad anónima presenta un carácter esencialmente impersonal y el perfil de una mera asociación de capitales, en la que al socio se le ofrece la posibilidad de influir en la marcha de las operaciones sociales, concurriendo a las juntas generales y participando con su voz en las deliberaciones y con su voto en la formación de los acuerdos sociales[308]. Queda establecido que la influencia de los socios en la gestión de la sociedad será en proporción a la participación que cada uno tuviera en el capital social[309]

Posteriormente, numerosas empresas de los países desarrollados mostraban una característica: la gran mayoría de accionistas no asistía a las Juntas General; como ya se mencionó, entre las causas tenemos: primero, el poco interés de los pequeños accionistas y segundo, la vocación rentista de éstos. La situación antes descrita, sirve como fundamento para la aparición legislativa de las llamadas "acciones sin derecho de voto", que son acciones preferenciales con el recorte del derecho de voto.

En la actualidad, con la presencia cada vez más preponderante de los accionistas institucionales (AFPs, Fondos Mutuos) y los pactos de sindicación, la junta general de accionistas empieza a recobrar su función e importancia, o sea, ser el órgano supremo de expresión de la voluntad social; asimismo, el ejercicio del derecho a voto en tales asambleas está regresando, en las grandes sociedades, a ser un medio para la fiscalización de la gestión social.

La importancia que en nuestros días tiene el voto de los accionistas en las juntas generales, es ilustrada en el artículo periodístico de "THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS de fecha 16 de Abril de 1996 que dice: "la asamblea anual de accionistas de AT & T Corp. sería escenario de fuertes protestas por el abultado paquete salarial del Presidente de su Directorio, Robert E. Allen, de US $ 5.2 millones", asimismo mencionan que "los accionistas activistas (una docena de sindicatos y fondos públicos de pensiones) unen fuerzas para eliminar a miembros de la Junta Directiva que consideran ineficientes. Los ejecutivos de peor desempeño suelen ser el principal objeto de la ira de los activistas"[310].

3.2 Definiciones

Por ser el voto, en la sociedad anónima, uno de los derechos políticos mínimos y fundamentales que la ley concede, ordinariamente, a todo accionista, es importante definirlo, en tal sentido, Joaquín Rodríguez dice que el derecho de voto es el que tiene cada accionista para expresar su voluntad en el seno de la

[307] Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ... . Pág 417; SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 150
[308] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios .... Págs 491 y 492
[309] Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Ob. cit.. Pág 417; SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs. 150 y 151
[310] LUBLIN, Joan S..- AT & T : ¿Se vengarán los accionistas? THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. EL COMERCIO. 16/04/96. Pág E-5

asamblea, de manera que, conjugada con la voluntad de los demás socios, surja la llamada voluntad colectiva[311].

Messineo manifiesta que, el derecho de voto es el mayor de los derechos individuales, desde el punto de vista de los derechos de contenido no-patrimonial del socio; es el derecho en el cual se concreta una porción de la soberanía social[312]

Uría con mayor precisión expresa, que el derecho de voto es el derecho que tiene todo accionista, entendemos titular de acciones ordinarias o privilegiadas con derecho de voto, de participar con su voluntad en la formación de la voluntad social, asimismo, permite al accionista una mínima oportunidad de participar en la gestión de la sociedad y de fiscalizar la actuación de los administradores[313]. Podemos considerar que el derecho de voto es un derecho subjetivo del accionista, cuyo ejercicio es potestativo, pudiendo su titular hacer uso de él libremente[314].

4. Naturaleza jurídica del derecho de voto

Para Martínez Val el derecho de voto es una facultad personal, por tal razón, estima que no puede ser enajenado con independencia de la acción ya que va unido a ésta pero puede ser ejercitado por medio de representante, no deja de reconocer que, solo por excepción los estatutos podrán autorizar que personas no accionistas voten en Juntas Generales, por ejemplo, a los titulares de derechos reales de usufructo o prenda sobre las acciones[315].

Uría dice que, a diferencia de los derechos patrimoniales del accionista, el derecho de voto es un derecho personal que por su peculiar naturaleza, no puede ser enajenado con independencia de la acción y habrá de ser ejercitado necesariamente por el propio accionista, por sí o por medio de representante[316].

Joaquín Rodríguez y Gagliardo señalan que el derecho de voto es un típico derecho de consecución ya que no tiene contenido patrimonial alguno y solo es un medio por el cual el accionista se garantiza la obtención de los derechos patrimoniales[317].

Con otro criterio, Zamenfeld manifiesta que el derecho de voto del accionista nada tiene que ver con sus derechos políticos, órbita que ni siquiera roza, puesto que es en el ámbito patrimonial que el mismo se encuentra; citando a Copper Roger expresa que "una asamblea general de accionistas, después de todo, no es una fiesta cívica, no es un sacramento, es un acto de comercio"[318].

---

[311] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. Curso de Derecho Mercantil. T.I. Editorial PORRUA S.A. México D.F. 1980 Pág. 107

[312] MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. RELACIONES OBLIGATORIAS SINGULARES. Ediciones Jurídicas Europa_América. Buenos Aires. 1971. Pág 438

[313] URÍA, Rodrigo."Derecho Mercantil". 19 Edición. Ed. Marcial Pons. Ediciones Jurídica S.A. 1992. Pág. 276

[314] URIA G., Rodrigo; MENENDEZ M., Aurelio; MUÑOZ José Pág. 162 y 163...

[315] MARTÍNEZ VAL, JOSÉ MARÍA. "Derecho Mercantil". BOSCH, Casa Editora S.A. Barcelona. 1979. Pág. 177

[316] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 277

[317] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ JOAQUÍN. Obra citada. Pág. 107 y GAGLIARDO, Mariano. "Derecho Societario. Buenos Aires: Ad-Hoc, 1992. 262p. 23cm. Pág. 116

[318] ZAMENFELD, Víctor. Sindicación de Acciones.Temas de Derecho Comercial. Conflictos Societarios. Instituto Argentino de Derecho Comercial. Editorial Abaco de Rodolfo Depalma. Buenos Aires. 1983. Pág. 221

De igual modo, Boggiano considera, que el derecho de voto del accionista, no se fundan en la personalidad del accionista, sino que constituye una fracción de su esfera patrimonial, pues, este derecho se mide exactamente, en principio, por la cantidad de acciones que su titular posea, acciones que representan unidades alícuotas de capital de la sociedad, siendo este criterio el más adecuado a la moderna estructura del derecho societario, concluye señalando que, así como no se puede mercantilizar el sufragio político, de igual modo, es inadmisible imponer una pura politización del voto accionario[319].

La determinación de naturaleza jurídica del derecho de voto no puede ser producto de la aplicación de principios o conceptos dogmáticos, no se puede negar que este derecho se encuentra en un proceso de creciente patrimonialización, por ejemplo: el tráfico de delegaciones de voto con ocasión de las juntas generales, su supresión o limitación a cambio de privilegios patrimoniales; pero tampoco se debe desconocer que con el voto se forma la voluntad social y esto es lo que lo caracteriza como un derecho de carácter político. Con criterio flexible se puede decir que el derecho de voto es un derecho político con aspectos patrimoniales y además cuyo ejercicio es susceptible de ser patrimonializado.

5. Emisión del voto

Una cosa es el derecho de voto y otra es su ejercicio[320]. El derecho de voto se ejercita emitiendo el sufragio a favor o en contra del asunto debatido. La emisión del voto constituye un negocio jurídico unilateral, ya que es una declaración de voluntad no recepticia destinada a unirse con las declaraciones de los demás socios y fundirse con ellas en un acuerdo colectivo, expresión de la voluntad social[321].

La deliberación (entendida como proceso de discusión y de votación) está formada por una combinación de actos que son la declaración de voluntad de cada uno de los accionistas y si bien se advierte con claridad la conexión, falta en muchos supuestos la conformidad necesaria para alcanzar una plena identidad. Mediante el mecanismo de la asamblea de socios, la deliberación desemboca en acuerdo. El acuerdo es considerado como un acto simple y unilateral de la persona jurídica; en este caso las diferentes declaraciones de voluntad se unifican, constituyendo la voluntad unitaria del órgano, y con él, la de la sociedad[322].

6. Características del derecho de voto

6.1 Componente sustancial en la formación de la voluntad de la sociedad

Mediante el ejercicio del derecho de voto el accionista interviene o influye en la adopción de los acuerdos sociales, se elige a quienes dirigen y representan a la sociedad y se controla o puede controlar la situación de la explotación de la empresa de la que es titular la sociedad anónima. Por medio del voto se forma la voluntad de la mayoría, la cual se identifica con la voluntad de la sociedad[323]. Este tipo de sociedad regula el funcionamiento de sus órganos

[319] BOGGIANO, Antonio. Sociedades y Grupos Multinacionales. Ediciones DEPALMA. Buenos Aires 1988 Pág. 146 y 147
[320] URÍA, Rodrigo, Ob. cit..Pág. 277
[321] URIA G., Rodrigo; MENENDEZ M., Aurelio; MUÑOZ José. ob. cit.. Págs.161
[322] PEDROL RIUS, ANTONIO. Ob. cit.. Pág. 109
[323] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 231

sociales en el principio de mayoría, que se integra sobre la base de los votos emitidos por los accionistas[324].

Las decisiones del órgano supremo de la sociedad anónima (junta general) se toman por mayoría de votos. La junta general funciona bajo el principio democrático de la mayoría combinado con el principio capitalista que transforma la democracia en plutocracia, en el sentido de que la mayoría no se forma por personas, sino por participaciones de capital[325].

Se presume que la mayoría es la que mejor resguarda el interés general de la sociedad, atribuyéndosele el carácter de voluntad social. Se llega a incorporar este principio general como resultado de las intensas trasformaciones que acompañaron el crecimiento acelerado de las sociedades de capital en este siglo[326].

En todas las grandes colectividades regidas por el principio de la mayoría y organizadas en un sistema corporativo, sólo pueden tener como manifestaciones de voluntad colectiva, aquellas decisiones de la mayoría que están tomadas en una asamblea convocada, reunida y celebrada con arreglo a un régimen de garantías inexcusables para el buen funcionamiento del régimen corporativo de formación de la voluntad colectiva y para que se pueda atribuir a la mayoría, como soporte de esa voluntad, el poder de imponer sus decisiones a todos los miembros de la colectividad.

En las sociedades anónimas, la libre discusión previa es requisito sustancial para que pueda formarse, a través de la mayoría, la voluntad social. Esta debe producirse como resultado de la influencia recíproca que a través de la discusión experimentan las voluntades individuales de cuantos tienen derecho a concurrir a las juntas. La reunión de los accionistas en junta general tiene por finalidad deliberar y decidir. La deliberación, consistente en el debate o cambio de pareceres acerca de los asuntos que han de ser decididos en la junta, no puede suprimirse, privando a los accionistas de emitir su opinión, ya que la supresión radical de toda discusión o debate, contra la voluntad de los de los socios, impediría la formación de la voluntad social y viciaría el acuerdo de nulidad[327].

El acuerdo de la junta general es una manifestación de voluntad colegial (ya que la junta general es cuerpo colegiado), el cual es un acto unilateral no recepticio y que debe ser expresado, después del eventual debate, por medio de votación (de ordinario simultánea)[328].

---

[324] SALAS SANCHEZ, Julio. "Las acciones sin Derecho a voto". Revista Peruana de Derecho de la Empresa. ASESORANDINA S.R. Ltda. Lima, Noviembre de 1994.Pág 12

[325] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ..... Pág 497

[326] ANA MARIA M. DE AGUINIS Y ARNOLDO J. BURDERSKY. "El abuso de poder de la mayoría". Temas de Derecho Comercial,Conflictos Societarios; Instituto Argentino de Derecho Comercial. Editorial Abaco de Rodolfo de Palma. Buenos Aires. 1983. Pág 163

[327] URIA G.,Rodrigo; MENENDEZ M.,Aurelio; MUÑOZ José. Ob. Cit.. Pág. 160 y 161; GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Págs. 559 y 560

[328] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág 444

6.2 Unidad del voto

El accionista goza de amplia libertad de emisión del voto. Puede votar en el sentido que tenga conveniente sin otros límites que el respeto al interés de la sociedad, la moral y el orden público[329].

Pero puede darse el caso que en el ejercicio del derecho de voto se presente el fraccionamiento del voto, que se manifestaría de dos maneras: a) que el accionista, por si mismo, vote en sentidos diferentes; b) que dos o más personas ejerzan el derecho de voto respecto de un grupo de acciones pertenecientes a una sola persona, siendo absolutamente entendido que a cada uno de los "votantes" se le asigna una parte determinada de las acciones y por ende totalmente independiente de las asignadas a los demás votantes[330].

La interrogante se presenta respecto a la validez del hecho en el que un accionista titular de varias acciones vote en sentido diferente por cada grupo de sus acciones o si los representantes de un solo accionista, a los que se les ha asignado diferentes grupos de acciones están obligados a emitirlos en el mismo sentido en cada deliberación concreta o, si pueden, por el contrario, cada representante puede ejercitar los votos en un sentido que sea contrario o simplemente divergente al emitido por otro representante del mismo accionista.

Es innegable que mirado el problema en su aspecto puramente dogmático y formal se puede llegar a la conclusión de que el accionista puede ejercitar cada uno de los derechos de voto incorporados a sus distintas acciones en el sentido que tenga por conveniente, porque esos derechos se atribuyen a las acciones como partes del capital y no al titular de aquéllas[331].

La doctrina se pronunció en favor del principio de la unidad del voto, que adquirió pronto la categoría de postulado común en toda clase de personas colectivas (asociaciones, corporaciones, sociedades, etc.), pues, se resiste a aceptar que un accionista pueda votar en una junta general en favor y en contra de una misma proposición, porque, en definitiva, la emisión del voto es una declaración de voluntad, y una persona no puede tener en un mismo asunto dos voluntades contrapuestas.

Pero en estos últimos años, expresan Uría, Menéndez y Muñoz, un sector importante de autores tomó una posición radicalmente opuesta. Por el lado teórico, se apoya esta posición con el argumento de que cada una de las acciones lleva en potencia un estado de socio e incorpora un conjunto de derechos autónomos entre sí e independientes de los conferidos por las demás acciones, por lo que no hay razón alguna para negar la posibilidad de que los diferentes derechos de voto de un mismo accionista sean ejercitados en sentido distinto. Por el lado fáctico, se invoca la conveniencia de admitir el voto divergente como una exigencia de necesidades prácticas sentidas por los accionistas, argumentándose que, sería vano pretender oponerse al ejercicio

[329] URIA G., Rodrigo; MENÉNDEZ M., Aurelio; MUÑOZ P. José. Ob. cit.. Pags. 163 y 164
[330] GAMBOA MORALES, Nicolás. La indivisibilidad del voto. Revista de Derecho Mercantil Nº 6 Enero-Abril 1985. Editorial Temis. Bogotá- Colombia. 1985. Pag. 47
[331] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios...Pág 566

dispar del derecho de voto, porque el accionista tiene siempre en su mano el procedimiento de encubrir la disparidad recurriendo al empleo de testaferros.

La conclusión a que llega esa doctrina, según los juristas antes mencionados, constituye uno de los puntos de crítica más agudos de la sociedad anónima moderna, ya que pone de relieve el peligro de operar con el concepto de una entidad absolutamente deshumanizada, construida como pura agrupación de capitales.

Sin embargo, la posición mayoritaria de la doctrina, en muchos casos, tampoco puede sostener la firmeza de sus posiciones, como por ejemplo, cuando el accionista titular de varios votos es una sociedad anónima abierta, que se hace representar por varios de sus miembros en las juntas generales de la sociedad anónima de que forma parte, el respeto absoluto al principio de la unidad exigiría que antes de la votación los diferentes representantes de la entidad accionista se pusieran de acuerdo sobre el sentido en que habían de ejercitar los derechos de voto delegados en cada uno de ellos. Pero eso se traduciría prácticamente en un obstáculo casi insuperable para el desarrollo de las juntas generales, en las que es frecuente que surjan cuestiones incidentales que es necesario resolver sin que pueda producirse el acuerdo previo de los representantes de la entidad accionista.

Por otra parte, en muchas ocasiones, la exigencia del voto unitario iría contra el interés mismo de la entidad accionista, que al hacerse representar en la sociedad anónima por varios delegados suele escoger personas de diferentes condiciones, conocimientos técnicos, etc., con el fin de que votando cada uno de ellos con independencia y autonomía se reflejen en la junta general de la sociedad anónima las tendencias u opiniones que previsiblemente se habrían manifestado en el seno de la entidad accionista si el asunto propio de la votación fuese sometido directamente a su conocimiento. La autonomía de los distintos representantes o delegados de las personas jurídicas accionistas, abre la puerta a la posibilidad de que los votos correspondientes a esa entidad sean ejercitados en sentido diferente, pero esa divergencia ya no implica, como en el caso del accionista individual, una verdadera contradicción de voluntades, siempre que cada una de las personas físicas que acuda a la junta general en representación de la entidad a que pertenezca vote en el mismo sentido con todas las acciones que represente.

De otro lado, en el caso que una misma persona represente acciones ajenas pertenecientes a diversos socios, resulta lógico, la admisión del ejercicio divergente del voto por parte de un solo accionista, ya sea éste persona física o persona jurídica, siempre que exista un fundamento equitativo para su ejercicio o no responda éste a propósitos ilícitos[332].

Aparentemente, parece conveniente que se tome una posición intermedia, manteniendo el principio tradicional de la unidad en el ejercicio del derecho de voto cuando el accionista sea una persona física, y admitiendo, en cambio, la licitud de la emisión de votos divergentes o contrarios cuando la condición de accionista recaiga en una colectividad de personas, con personalidad jurídica o sin ella[333]. Pero esta solución no deja de ser rígida para el caso que una persona

[332] URIA G., Rodrigo; MENÉNDEZ M., Aurelio; MUÑOZ P. José. Ob. cit.. Págs. 168,169,170 y 171
[333] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ... Pág 567

física que tenga una participación mayoritaria en la sociedad anónima (hecho frecuente en el Perú) y que desea ganarse la confianza de los accionistas minoritarios a fin de que sigan invirtiendo en nuevos proyectos de inversión, para ello se hace representar en las juntas por diversas personas, profesionales especializadas en la actividad económica que desarrolla la sociedad y que en una deliberación eminentemente técnica tomen las decisiones más eficientes y los accionistas minoritarios tengan un papel de importancia en tales decisiones. Es de vital importancia en nuestro país, que todas las alternativas que permitan fomentar la confianza del inversionista y que conviertan a nuestras sociedades anónimas en eficientes instrumentos de acumulación de capitales para la inversión productiva.

En el Perú, la ley derogada no se pronunció al respecto y el proyecto de ley se inclinaba a favor de la aplicación rígida del principio de la unidad del voto, finalmente el Art. 90 de la ley, con un criterio más flexible, prescribe que todas las acciones pertenecientes a un accionista deben ser representadas por una sola persona, pero dejando al estatuto la posibilidad de establecer reglas distintas. De igual modo, puede ser representado por mas de una persona cuando las acciones pertenecen individualmente a diversas personas pero aparecen registradas en la sociedad a nombre de un custodio o depositario, que normalmente es un banco o un agente de bolsa.

De acuerdo al desarrollo de nuestras sociedades anónimas, la ley debió otorgar libertad para que dos o más personas ejerzan el derecho de voto respecto de un grupo de acciones pertenecientes a un mismo titular, con las siguientes limitaciones: uso de tal facultad contraria al interés social; y ejercicio fraccionado de los derechos de impugnación y separación.

6.2 Computo del voto

El inversionista de la sociedad anónima hizo que se le reconociera la calidad de socio, en función de sus aportaciones al capital social, aportaciones que resultan la medida de los derechos sociales: participación en las utilidades, en el patrimonio resultante de la liquidación, el de intervenir en la gestión social mediante el voto, el de fiscalizarla. La Sociedad Anónima regula el funcionamiento de sus órganos sociales en el principio de mayoría, que se integra, a su vez, sobre la base de los votos emitidos por los accionistas[334].

El voto, en la sociedad anónima, tiene que ser regulado conforme al principio de proporcionabilidad, o sea, de acuerdo a la participación en el capital social. Los legisladores, para evitar la corruptela de llegar a un voto plural por la vía indirecta, en el artículo 82 de la Ley peruana, consagraron el principio de un voto por acción y la igualdad del valor nominal de todas las acciones, sin embargo, la existencia de las llamadas "acciones sin derecho de voto" y la atribución de privilegios en la asignación de determinado número de directores a una clase de acciones ponen en duda el propósito mencionado.

Con la finalidad de reforzar la confianza de los inversionistas debe reputarse ilícitas todas las combinaciones que rompan el principio de la proporción entre el

[334] SALAS SANCHEZ, Julio. Ob. cit.. Págs. 12 y 13

capital social y el derecho de voto, ya que se estaría creando directa o indirectamente un voto plural en favor de determinadas acciones. Es por ello que, en ningún caso debería quebrantarse el principio de la proporcionalidad entre el capital de la acción y el derecho de voto[335].

7. Condiciones estatutarias para la emisión del voto

El inciso 10 del artículo 78 de la Ley derogada permitía a los estatutos establecieran condiciones para el ejercicio del voto, ello se manifestaba de dos maneras:

a) Los estatutos podrían fijar el número máximo de votos que un mismo accionista pueda emitir cualquiera que sea el número de acciones que posea; se consideraba que es una medida que facilitaba la defensa de las minorías frente a la acumulación de grandes poderes sociales y administrativos en una sola mano, limitando la influencia de los accionistas preponderantes en el seno de las juntas generales. Aunque con ello se quebrara la ecuación entre el voto y el capital, se dice que, esa rotura no planteaba peligros para nadie, ni en definitiva lesionaba la naturaleza del derecho de voto, ni rompe la igualdad de trato entre las distintas acciones, siempre que la limitación se hubiera hecho sobre una base común para todas ellas. Su efectividad práctica fue cuestionada, porque, en estos casos, los tenedores de grandes paquetes de acciones acudían al instrumento del testaferro para eludir los efectos de esa limitación.

b) Los estatutos podrían exigir condiciones con el propósito de evitar excesivas aglomeraciones en las juntas generales e impedir que los partícipes en la sociedad con capitales mínimos (desprovistos de todo interés apreciable en la marcha de la empresa) intervinieran en las juntas. Se cercena parcialmente las facultades del pequeño accionista, que queda privado de asistir a las juntas y viene obligado a agrupar sus acciones con las de otro u otros accionistas para poder ejercitar el derecho de voto; se sustenta que tal limitación no va dirigido al derecho de voto incorporado a cada acción, sino al ejercicio personal de ese derecho, obligando a los accionistas que no dispongan del suficiente número de títulos a agrupar sus acciones y conferir la representación de las mismas a uno de ellos o a un tercero, para que en nombre de todos asista a la junta y ejercite los derechos de voto correspondientes a las acciones agrupadas[336].

   Acertadamente, apartándose de lo dispuesto por la legislación derogada, la Ley General de Sociedades no ha adoptado tales posiciones, ya que el único requisito que exige para que un accionista tenga el derecho de asistir y votar en la junta general es que figure inscrito como titular en la matricula de acciones con una anticipación no menor de dos días al de la celebración de dicha junta.

[335] GARRIGUES, Joaquín Y URIA, Rodrigo. Comentarios..... Págs. 393 y 395
[336] GARRIGUES, Joaquín Y URIA, Rodrigo. Comentarios.... Págs. 395, 396, 397, 398 y 399

8. Exclusión del voto

8.1 Conflicto de intereses con la sociedad

En el actual desarrollo del tráfico mercantil es frecuente observar que algunos accionistas partícipes en diferentes compañías, al emitir su voto en la junta de una sociedad, no persiguen la finalidad normal y directa de favorecer al interés de ésta, sino al fin torcido e indirecto de beneficiar a una sociedad rival en la que tienen un interés superior. Se sacrifica el interés de una sociedad en beneficio de otra. El accionista pierde gustoso en una sociedad para resarcirse de esa pérdida con las ganancias superiores que espera obtener en otra sociedad distinta[337].

No puede negarse que el socio busca en la sociedad la satisfacción de un interés propio, pero ese interés personal debe buscarse a través del interés social común a todos los accionistas, por que sin esa convergencia de los intereses individuales de los socios en un interés único y común no se podría hablar de sociedad. La esencia y el fundamento de toda sociedad, descansa en la existencia de un fin común que unifique las voluntades particulares de los socios. El derecho de voto como derecho sustancial al accionista, no se atribuye a aquel para que pueda ejercitarlo en un sentido egoísta y antisocial[338].

El socio que está en conflicto de intereses con la sociedad tiene un deber de abstención. El presupuesto del conflicto de intereses que acabamos de señalar, es un interés del socio (o de terceros) en la deliberación, que sea contrario al interés de la sociedad. Dicho conflicto debe entenderse entre intereses patrimoniales[339]. Pero no debe darse a la colisión de intereses un sentido demasiado amplio. El conflicto de intereses debe resultar de operaciones, actos o negocios jurídicos individuales y concretos en los que el accionista participe directa o indirectamente con interés que normalmente tendría como socio en la operación. Sólo entonces, al *asumir el accionista frente a la sociedad en modo directo o indirecto la posición de la contraparte, puede hablarse de un verdadero conflicto de intereses* que vede al socio el ejercicio del derecho de voto. Los supuestos en que el accionista asume directamente la posición de parte contraria a la sociedad, deben ser fácilmente cognoscibles y no ofrecer dificultades en su apreciación. En general puede afirmarse que siempre que el accionista obtenga un lucro o ventaja patrimonial, beneficiando a tercera persona contra el interés colectivo o social, estaremos ante un supuesto en el que el socio será indirectamente titular de un interés personal contrapuesto al de la sociedad[340].

En el caso que se presente un conflicto de intereses entre el accionista y la sociedad, y tal accionista no observa su deber de abstención del voto, el artículo 133 de la LGS contiene dos sanciones: La impugnación del acuerdo y la responsabilidad solidaria, por los daños y perjuicios, de los que votaron indebidamente, pero esta responsabilidad no se aplica si el voto irregular emitido no era indispensable para obtener la mayoría necesaria para el acuerdo; Elías Laroza hace notar que esta exención solo alcanza a la responsabilidad por los daños y perjuicios y no por la impugnación del acuerdo, lo que considera

[337] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios...Pág 562
[338] URIA G.,Rodrigo; MENENDEZ M.,Aurelio; MUÑOZ P.José. ob. cit.. Págs. 165 y 166
[339] FRANCESCO MESSINEO. Ob. cit.. Pág. 438
[340] URIA G.,Rodrigo; MENENDEZ M.,Aurelio; MUÑOZ P.José. Ob. cit.. Pág.167 y 168

excesivo formalismo[341]; el Código Civil Italiano dispone que la impugnación no se admite cuando, mediante la denominada **prueba de resistencia**, se compruebe que, aun sin el voto de aquel determinado socio, se habría obtenido igualmente la mayoría (simple o cualificada)[342].

8.2 Mora en el pago de los dividendos pasivos

La ley parte del principio de la suscripción íntegra del capital social, permitiendo que las aportaciones sean desembolsadas parcialmente, ello supone convertir a la sociedad en acreedora del socio; la obligación del socio de aportar a la sociedad lo no entregado en el momento de la suscripción del capital se le denomina "dividendos pasivos". La mencionada obligación del accionista es de origen convencional, ya que el acto o contrato de suscripción es su fuente.

El accionista está obligado a pagar los dividendos pasivos en el plazo establecido en la escritura de constitución o de aumento de capital, en caso contrario, incurre en mora; al producirse este estado, empiezan a producirse diversos efectos, como la afectación de los derechos contenidos en la acción, dentro de los que se encuentra el derecho de voto.

En efecto, el socio que se halle en mora en el pago de los dividendos pasivos no podrá ejercer el derecho de voto, pero este accionista moroso solamente pierde el derecho de voto de las acciones cuyos dividendos pasivos no han sido desembolsados, no el de aquellas otras de las que pudiera ser titular y que estuviesen totalmente liberadas; basados en este hecho, el artículo de la ley, buscando no dificultar la constitución de las juntas, establece que para el computo del quórum y mayorías, las acciones cuyos importes de los dividendos pasivos que están en mora serán descontados del capital social. La privación del derecho de voto se refiere tanto a las juntas generales como a las especiales para las acciones privilegiadas[343].

Como se puede apreciar, la privación del ejercicio del derecho de voto al accionista moroso es una medida coactiva que tiene por finalidad impeler al socio al más rápido cumplimiento de su deber de aportación[344].

8.3 Control Indirecto de las Acciones

El artículo 105 de la ley establece que las acciones de propiedad de una sociedad que es controlada por la sociedad emisora de tales acciones no dan a su titular derecho de voto ni se computan para formar quórum.

Esta figura contiene dos elementos, el primero, la existencia de participaciones recíprocas, y la segunda, que tales participaciones tengan como efecto el control de una sociedad por otra.

---

[341] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de ..... Pág. 286
[342] FRANCESCO MESSINEO. Ob. cit.. Pág. 439
[343] OTERO LASTRES, José Manuel. DIVIDENDOS PASIVOS. Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por Rodrigo Uria, Aurelio Menendez y Manuel Olivencia.Tomo III. Editorial Civitas. Madrid 1992. Págs. 234, 238, 241, 262, 266 y 267.
[344] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios...Pág 422

Las operaciones de participación recíproca entre sociedades se presentan como: participaciones recíprocas directas y participaciones recíprocas indirectas. Estaremos en el primer caso, cuando dos sociedades participan recíprocamente en sus respectivos capitales sociales: La sociedad A participa en el capital de la sociedad B, y ésta participa en el capital de A. En el segundo caso, las participaciones recíprocas pueden constituirse a través de filiales (por vía indirecta), por ejemplo: A controla a B, ésta a C, ésta a D y esta última, participa en A[345].

URÍA señala que es una situación que el legislador debe controlar, cuando las reciprocas participaciones confieran el "control interno" de una de las sociedades[346].

Para que exista "control" es menester que las empresas estén vinculadas; las formas como se pueda presentar la vinculación puede ser diversa: una sociedad puede tomar el control de otra directa o indirectamente, mediante la primera forma una sociedad posee acciones suficientes para asegurar mayoría de votos en las asambleas ordinarias; en la segunda forma, mediante vínculos contractuales, como pueden ser los contratos de Franquicia, Know-how y otros. El artículo 105 de la ley señala que se entiende por sociedad controlada aquella en la que, directa o indirectamente, la propiedad de más del 50% de acciones con derecho a voto o el derecho a elegir a la mayoría de los miembros del directorio corresponda a otra sociedad. La ley no contempla la forma de control efectuado mediante vínculos contractuales; solo considera como control la obtenida mediante la posesión de la mayoría de las acciones de otra sociedad, o, de la primera sociedad de la "cadena" que domina o controla a las sucesivas. Messineo utiliza el término "dominar" o "controlar", que significa "mantener en subordinación", de donde viene la denominación de sociedades controladas[347].

De presentarse la figura antes mencionada, la ley dispone que durante el tiempo en que las acciones de la sociedad dominante tengan como titular a la sociedad controlada, quedarán en suspenso el ejercicio del derecho de voto y demás derechos de carácter político incorporados a tales acciones, en razón de que la participación recíproca se reduce, en realidad, a que la sociedad se vota a sí misma con acciones que llevan el nombre de otra sociedad por ella dominada[348].

8.4 Acciones en cartera por adquisición de propias acciones

El artículo 104 de la LGS dice que la sociedad puede adquirir sus propias acciones en los siguientes supuestos:

a) Con cargo al capital únicamente para amortizarlas, previo acuerdo de reducción del capital adoptado conforme a ley. Con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad, se cubrirá la diferencia del precio, si la adquisición efectuada se realiza por un monto mayor al valor nominal.

[345] URÍA, Rodrigo. "Derecho Mercantil". Marcial Pons, Ediciones Jurídicas, S.A. Madrid, 1992. Págs. 293,298, 299 y 300
[346] URÍA, Rodrigo. Obra citada Pág. 298
[347] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág. 367
[348] GARRIGUES, Joaquín. Hacia un nuevo Derecho ...Pág. 190

b) Con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad, sin necesidad de amortizarlas, manteniéndolas en cartera, cuando la adquisición se haga para evitar un daño grave, en cuyo caso deberán venderse en un plazo no mayor de dos años;

c) Con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad, sin necesidad de amortizarlas, previo acuerdo de la junta general para mantenerlas en cartera por un período máximo de dos años y en un monto no mayor al 10% del capital pagado.

d) La sociedad puede adquirir sus propias acciones a título gratuito en cuyo caso podrá o no amortizarlas, en el caso que los amortice, se requiere acuerdo previo de junta general para incrementar proporcionalmente el valor nominal de las demás acciones; si no los amortiza, necesitara previo acuerdo de la junta general para mantenerlas en cartera.

Mediante la adquisición por la sociedad de sus propias acciones, los administradores pueden asumir el control directo de dichas acciones, con los riesgos que la gran mayoría de legislaciones buscan disuadir. Entre los riesgos mencionados tenemos los siguientes: a) que el capital se afectase con las adquisiciones, en perjuicio de los acreedores, ya que el capital constituye garantía de los terceros; b) el abuso de los directores en el empleo de las acciones adquiridas por la sociedad mediante el voto a ejercitar en las juntas generales, la sociedad se convertiría en socio de sí misma, y c) que las sociedades especulasen con sus propios títulos.

Si las acciones se adquieren solo para ser amortizadas (sacarlas del mercado y reducir el capital social), se elimina el peligro de que pueda especularse con ellas y si se dejan en suspenso los derechos incorporados en ellas, se impide que se puedan utilizar los votos que a esas acciones corresponde[349]. Cuando la adquisición se hace con cargo al capital social es obligatoria la amortización de las acciones, para lo cual habrá de acordarse previamente la reducción por los trámites previstos por ley[350].

La finalidad, tanto del artículo 104 de la Ley, como de sus antecesores, el Art. 117 de la Ley de Sociedades Mercantiles y el Art. 173 del Código de Comercio, es de impedir y /o evitar los riesgos antes enunciados.

Si la sociedad detenta sus propias acciones sin amortizarlas, es preciso recordar que no puede ser su propio accionista, y por lo tanto, no podrá percibir dividendos ni votar en las Asambleas Generales. Estos títulos quedarán paralizados en sus manos, lo que puede, por otra parte, provocar inconvenientes en cuanto al cálculo del quórum y de la mayoría en las juntas generales[351]. Por tal razón, las legislaciones establecen que las acciones adquiridas por la sociedad están suspendidas el derecho de voto, y demás

[349] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 220
[350] GARRIGUES, Joaquin. Ob. cit.. Peg 459
[351] RIPERT, Georges. "Tratado Elemental de Derecho Comercial". Tomo II. Tipográfica Editora Argentina. Buenos Aires. 1954. Pág. 310

derechos; así por ejemplo, los dividendos relativos a dichas acciones aprovecharan a las otras acciones[352].

El último párrafo del artículo 104 de la ley señala que mientras las acciones adquiridas se encuentren en poder de la sociedad, quedan en suspenso los derechos correspondientes a las mismas; dichas acciones no tendrán efectos para el cómputo del quórum y mayorías y su valor debe ser reflejado en una cuenta especial del balance, lo que significa que se encuentra en suspenso el derecho de voto entre otros derechos.

9. Titularidad del derecho de voto

Todos los derechos, facultades y poderes que integran la posición jurídica del accionista emanan en definitiva de la cualidad de socio, una cualidad que se adquiere originariamente suscribiendo las acciones al constituirse la sociedad, o más tarde, en los aumentos de capital; pudiendo acceder, también, a título derivado, recibiendo acciones del titular anterior mediante su trasmisión por actos *inter vivos* o *mortis causa*[353].

La anotación de las transferencias de las acciones nominativas en la matrícula de acciones no tiene fuerza constitutiva, pero sirve para legitimar ante la sociedad la condición de socio del adquirente de las mismas. Por eso la sociedad sólo reputará accionista a quien se halle inscrito en dicho registro, y de ahí que la persona que las haya adquirido, aunque sea por transferencia legítima, si no aparece inscrita como adquirente en la matricula de acciones con la antelación que la ley exige no pueda ejercitar el correspondiente derecho de voto en las juntas[354].

La existencia de un tiempo mínimo de posesión de los títulos (no menor a 2 días-Art. 121 LGS), como requisito indispensable para asistir y votar en las juntas, está dirigida, de una parte, a permitir a los administradores disponer de tiempo suficiente para examinar la verdadera condición de los accionistas, y por otra, a evitar, en la medida posible, las transmisiones de acciones realizadas a última hora con el propósito de dar acceso a la junta a personas desprovistas de verdadero interés en la marcha de la empresa para crear así en la junta una oposición interesada[355].

10. Acuerdo de voto y Sindicación de acciones

10.1 Antecedentes

Como se ha mencionado en capítulos anteriores, en la legislación del siglo XIX, aparece la Junta General como el órgano supremo de la sociedad anónima, es el órgano que expresa la voluntad social, esta voluntad se identifica con la mayoría, y a su vez, la mayoría se forma en el seno de la Junta General; en la búsqueda de lograr esa mayoría que le permita controlar la voluntad social comenzaron a presentarse diversos métodos dentro de los

[352] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 343
[353] SÁNCHEZ ANDRES, Aníbal. Ob. cit.. Pág. 109
[354] URIA G.,Rodrigo; MENENDEZ M.,Aurelio; MUÑOZ P.José Pág. 156
[355] URIA G.,Rodrigo; MENENDEZ M.,Aurelio; MUÑOZ P.José Pág. 157

cuales los más conocidos son la delegación de voto, los simples acuerdos entre accionistas y la sindicación de acciones.

El origen de la delegación del voto lo encontramos, en aquel "derecho de voto flotante en el aire" concedido al pequeño accionista y no ejercitado por éste, ya que este accionista, al no tener el estímulo de interés, no hace uso del derecho del voto que se le concede. Dicho "derecho de voto flotante" se aleja a buscar un interés adecuado, tal interés se encuentra en los grandes bancos, los cuales desean ejercer en las juntas generales el derecho de voto de las acciones que se encuentran depositadas en sus cajas[356]. El banco asume una actividad ligada a la administración de los efectos depositados, por cuanto no se limita al cobro de dividendos sino que ejerce, previas instrucciones del cliente, el derecho de conversión y otros actos jurídicos. En esta abdicación de facultades, los depositantes llegan a desprenderse, a favor del banco, del ejercicio del derecho de voto. El depositante, sea por indolencia, sea por el deseo de congratularse por el banco, autoriza a éste para que vote por las acciones depositadas. Los bancos no piden una autorización para representar al accionista, sino una autorización para representar acciones, esta fórmula les permite maniobrar libremente en las juntas generales votando con las acciones de sus clientes en el sentido que les dicta, no los intereses de éstos, sino los intereses del Banco[357].

Con respecto a los simples pactos sobre el ejercicio del derecho de voto, se debe establecer que estos son acuerdos entre accionistas que se toman respecto a una junta en particular y para lograr objetivos coyunturales, no permanentes.

Garrigues expresa, que los hombres de negocios inventaron un sistema mucho más seguro que el simple pacto sobre el ejercicio del derecho del voto; un sistema que consiste en obtener seguridad, desposeyendo de sus acciones a los accionistas y confiando el derecho del voto a un tercero, a un gestor, a un director de un sindicato, a un síndico[358].

Mossa dice que frecuentemente los organismos que se prestan a la obtención de fines ambiciosos, adoptan una forma o estructura sindical, ya que con esta forma se busca la constancia y certeza, o sea, consolidarse en cuanto tiene de práctico y de útil para las distintas necesidades[359]

El Sindicato generalmente tiene un objeto: la gestión, la venta, el dominio de la Sociedad y por consiguiente el voto y la disponibilidad de las acciones. Messineo manifiesta que el sindicato tiene por objeto la garantía de **utilidades** sociales, la concentración de las acciones, la atribución del cargo de administrador a un determinado socio, la garantía de una retribución al administrador, contratos que tienen por objeto la obligación de dar crédito a la

[356] Los accionistas titulares de pequeños paquetes de acciones, para evitar los riesgos de la propia custodia y facilitar el cobro de dividendos, tiene la costumbre de depositar sus acciones en establecimientos bancarios.

[357] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Págs. 72, 80, 81, 82 y 93

[358] GARRIGUES DÍAZ_CAÑABATE, Joaquín. "Sindicato de Accionistas". Anales de la Academia Matritense del Notariado . Tomo IX. Instituto Editorial Reus. Madrid 1957. Pág. 70

[359] MOSSA, LORENZO. Los Sindicatos de Accionista. Revista de Derecho Privado. Fundada por Felipe Clemente de Diego y José Ma. Navarro de Palencia. Año XXXII. Tomo XXXII. Núm. 370. Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid. Enero_Diciembre 1948. Ob.cit.. Pág. 2

sociedad o de responder por la sociedad y otros similares[360]. Garrigues considera que los pactos sobre el voto se suelen establecer con la finalidad primordial de conseguir un influjo estable y seguro en la marcha de la sociedad, observando una misma conducta en las juntas generales. De este modo, cuando el pacto reúne a una mayoría considerable de accionistas, se convierte en un medio eficaz para garantizar la estabilidad de la administración, y si sólo reúne a un grupo de socios minoritarios, puede funcionar como útil instrumento de defensa de las minorías[361].

Los objetivos inmediatos que persiguen los convenios de sindicación, puede condensarse en los siguientes: primero, en hacer una masa con las acciones sindicadas, sustituyendo la acción dispersa por la acción unitaria, la diversidad por la unidad; segundo, dar el manejo de las acciones a un gestor que no quede expuesto a la revocación de sus mandantes. Al gestor del sindicato no se le transmite la propiedad de las acciones, sino tan sólo la posesión de estas acciones con el fin exclusivo de ejercer el derecho del voto[362]. En síntesis, el sindicato gira siempre en torno a los siguientes pilares fundamentales: la gestión, el voto y la circulación de las acciones[363].

La importancia de esas formas de control, señala Mossa, radica en el hecho de que la presencia de un grupo determinado a la cabeza de la Sociedad anónima puede significar su suerte o su desgracia, y con ello la de la economía colectiva[364].

Frente a los fenómenos antes señalados, algunos juristas, siguiendo un criterio racionalista, consideran que los accionistas investidos de su derecho de voto, asisten a la asamblea, se informan de los asuntos pendientes, los discuten con sus consocios y, como consecuencia de esa deliberación, forman un criterio que luego se traduce en la emisión del voto. Dentro de esta concepción no cabe ni que el voto se comprometa antes, ni que la mayoría se forme fuera de la Junta General. La mayoría, según esta noción, debe ser, en cada caso, resultado de una deliberación dentro de cada Junta de accionistas[365].

Estas concepciones y los fundamentos del derecho moderno para justificar la aceptación de estas formas de control, lo comentaremos posteriormente.

10.2 Definiciones

Olaechea Álvarez Calderón, define al sindicato de accionistas como un pacto que estipula un número de accionistas al interior de una sociedad y que generalmente lo hacen porque existe una situación que les es hostil y de la cual deben protegerse[366].

---

[360] MESSINEO, Francesco. Ob. cit... Pág 305
[361] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ....Pág 569
[362] GARRIGUES, JOAQUÍN. "Sindicato de Accionistas. Pág. 77
[363] MOSSA, LORENZO. Ob. cit.. Pág. 12
[364] MOSSA, Lorenzo. Ob. cit. Pág 4
[365] GARRIGUES DÍAZ_CAÑABATE, Joaquín. "Sindicato de Accionistas..... Pág. 65
[366] OLAECHEA ALVAREZ CALDERÓN, Juan de Dios. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág. 72

Garrigues indica que el sindicato es el que agrupa a diversos accionistas con la finalidad de hacer con todos ellos y con todas sus acciones una masa única, que logre una mayoría compacta en la junta general de la sociedad[367].

Richard, Escute y Romero mencionan que la Sindicación de Acciones es un negocio jurídico externo a la sociedad, mediante el cual dos o más accionistas establecen derechos y obligaciones respecto al ejercicio de sus derechos, sea para votar conjuntamente, sea para no enajenar sus acciones fuera del grupo, etc., y que por tanto, adquieren la calidad de ejercicio de un derecho de consecución en forma externa a la sociedad[368].

Gutiérrez Camacho define al sindicato de acciones como un contrato que celebran una pluralidad de accionistas cuyo propósito es controlar una sociedad o defender los derechos de un grupo de accionistas minoritarios frente a una mayoría que controla la sociedad, mediante la actuación en bloque aumentando su capacidad de decisión o acción al interior de la sociedad[369].

Finalmente Mossa expresa que es una coalición de accionistas, entendida ésta como un medio de lucha y de garantía para la obtención de determinados fines[370].

De lo antes indicado, se puede definir a dicho sindicato de accionistas como el contrato consistente en el acuerdo entre dos o más accionistas con el objeto de reunir sus acciones mediante el voto conjunto, la limitación de la circulación de éstas y el otorgamiento de poder irrevocable a un síndico elegido por los contratantes, para la obtención de determinados fines relacionados con la gestión social.

10.3 Naturaleza jurídica

El sindicato de acciones o de accionistas es un pacto o acuerdo que vincula a varios socios de la sociedad con el objeto de combinar los derechos de voto que las componen, conforme a aquello que se decida fuera de la sociedad y/o de limitar o impedir la transmisión de las acciones o partes sociales de que son titulares[371], entregando el manejo de las acciones a un gestor que no quede expuesto a la revocación de sus mandantes[372]. La finalidad común de los integrantes del Sindicato es el dominio económico, ya sea agrupando a titulares de la mayoría de acciones con derecho de voto para consolidar su dirección o agrupando a los accionistas minoritarios, que buscan adquirir importancia sobre la mayoría, hasta convertirla en mayoría cuando las circunstancias lo permitan, haciendo así pasar a las filas de la minoría a la anterior mayoría[373].

---

[367] GARRIGUES, JOAQUÍN. "Sindicato de Accionistas.. Pág. 70

[368] RICHARD, Efrain H. ; ESCUTE, Ignacio A. ; y ROMERO, José F. Manual de Derecho Societario. Editorial Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma. Buenos Aires. 1980. Pág 281

[369] GUTIÉRREZ CAMACHO. Walter. El Contrato de Sindicación de Acciones. Gestión del 23 de Abril de 1998. Página 10.

[370] MOSSA, LORENZO. Ob. cit. Pág. 4

[371] ZAMENFELD, Víctor. Sindicación de Acciones**.** Temas de Derecho Comercial. Conflictos Societarios. Instituto Argentino de Derecho Comercial. Editorial Abaco de Rodolfo Depalma. Buenos Aires. 1983.. Pág. 221

[372] GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE, Joaquin. "Sindicato de ...". Pág 77

[373] MOSSA, Lorenzo. Obra cit. Pág 4

La reciprocidad no es la nota típicamente de este contrato, pues no es un contrato de cambio, las prestaciones a cargo de las partes son independientes, paralelas. Sin embargo, esto no quiere decir que el incumplimiento de una de las partes no permita a las otras, si así lo deciden, resolver el vínculo respecto del que hubiere incumplido o exigir el cumplimiento[374].

Arias Schreiber define a los contratos con prestaciones plurilaterales autónomas como aquellos en los cuales las prestaciones no son recíprocas sino autónomas dentro de un mismo contrato, de modo que las partes las satisfacen con la finalidad de obtener conjuntamente una ventaja (fin común). Cada prestación tiene su propio interés y no existe contraprestación; por ello, sus efectos son distintos a los contratos de prestaciones recíprocas ya que la imposibilidad o incumplimiento conducen ordinariamente a una resolución parcial (Art. 1434 del Código Civil)[375].

Como primera conclusión, podemos establecer que el contrato de sindicación de accionistas es un contrato con prestaciones plurilaterales ya que las prestaciones de las partes son autónomas (combinar los derechos de voto, limitar o impedir la transmisión de las acciones y siendo la finalidad común conseguir o mantener el dominio de la sociedad)

De otro lado, Garrigues y Uria dicen que hay quienes estiman que los sindicatos son también contratos parasociales ligados al contrato principal de sociedad por un vínculo de accesoriedad[376]. Pedrol expresa que al lado del contrato de sociedad se encuentra un grupo de pactos diferenciados a los que Oppo bautizó con la denominación de **contratos parasociales**; estos, por una parte pueden quedar fuera del ordenamiento social porque surgen de acuerdos marginales al mismo, por otra parte, viven inevitablemente a la sombra de la sociedad, con cuyo desenvolvimiento están conexionados[377].

Messineo resalta que la nota característica de estos contratos llamados parasociales es el ser diferente a la relación social y a la disciplina de la sociedad, pues tienen por objeto vínculos asumidos por los socios entre sí, como individuos, respecto a la sociedad u órganos sociales, resulta de ello una vinculación entre tales contratos y contrato social; tal vinculación produce la dependencia del contrato parasocial del contrato social, o bien con menos frecuencia hay interdependencia entre el uno y el otro[378].

Como segunda conclusión, es que podemos determinar que el contrato de sindicación de accionistas es un contrato parasocial ligado al contrato principal de sociedad por un vínculo de accesoriedad.

Garrigues opina que los pactos de sindicación, no pertenecen al derecho corporativo de las sociedades anónimas, pueden estar al margen de ésta, aunque tengan el concepto de pactos parasociales[379]. En efecto, el hecho de que

---

[374] GUTIÉRREZ CAMACHO, Walter. El Contrato de Sindicación.... Página 10.
[375] ARIAS SCHREIBER Pezet, Max. "Exégesis". Tomo I. Segunda Edición. 1987. Libreria Studium Ediciones. Pág. 58
[376] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág 570
[377] PEDROL RIUS, ANTONIO. "La anónima actual y la sindicación de Acciones". Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid 1969.. Pág. 17
[378] MESSINEO, Francesco. obra citada. Pág. 304
[379] GARRIGUES, JOAQUÍN. "Sindicato de Accionistas Pág. 74

algunas legislaciones, como la peruana, reconozcan la validez y exigibilidad ante ella, no le otorgan la naturaleza de contratos sociales, ya que de entrar en contradicción con el pacto social o estatuto solo tendrán efecto entre los que suscribieron[380].

El convenio de accionistas no puede convertirse en un pacto social, a pesar de que la ley nacional admita que adicionalmente puede incorporarse al estatuto con fines de su inscripción en los Registros Públicos, publicidad y oponibilidad a terceros, estos convenios tienen independencia del pacto social, y su inscripción en el Registro puede efectuarse después de inscrita la escritura publica de constituciones; por otro lado, su modificación e inscripción en el Registro no significará la modificación de los estatutos, es más, desde el inicio o al modificarse estos convenios pueden estar en contradicción con las cláusulas estatutarias, entonces su validez se ceñirá solo a los que celebraron el convenio[381].

Como se puede advertir, no puede confundirse el sindicato de accionistas con el contrato social, porque éste establece un vínculo entre el socio y la sociedad, mientras que en el contrato parasocial el vínculo viene establecido exclusivamente entre socios y la sociedad simplemente reconoce su validez y cumplimiento respecto a los que han intervenido en ellos.

Pedrol señala que en el Contrato de Sociedad el interés a considerar es el interés social, mientras que en el contrato parasocial (como es el de sindicación) se establece una relación exclusivamente "uti singuli" entre varios socios[382].

De igual manera, debemos establecer la distinción entre el sindicato de accionistas y los simples convenios de voto. Garrigues describe a los puros pactos entre accionistas a como aquellos en el que, conservando las acciones en poder de su titular, se comprometen a votar en un determinado sentido, de acuerdo con las directrices que para cada Junta o para todas las Juntas que se convengan. Se considera que estos pactos no son más que puros compromisos de honor, que quedan siempre sustraídos a la posibilidad de una ejecución forzosa; ya que no se puede sustituir al contratante por el Juez para que éste emita la declaración de voluntad, en este caso el voto que estaba obligado a emitir el accionista. Estos pactos no tienen más eficacia que la de los contratos preparatorios.

Es por ello, observa Garrigues, que quienes siendo minoría, aspiran a conquistar la mayoría de una sociedad, saben perfectamente que no lo conseguirán nunca por el simple procedimiento del convenio sobre el ejercicio del derecho del voto (las acciones van a seguir en poder de los mismos contratantes); por tal motivo se desarrolló una práctica mucho más segura que

[380] El artículo 8 de la Ley General de Sociedades establece que son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sea concerniente, los convenios entre socios o entre éstos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados. Agrega, además, que si hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, prevalecerán estos últimos, sin perjuicio de la relación que pudiera establecer el convenio entre quienes lo celebraron.

[381] El artículo 55 de la ley, dispone que adicionalmente el estatuto puede contener los convenios societarios entre accionistas que los obliguen entre sí y para con la sociedad. Los convenios que se celebren, modifiquen o terminen luego de haberse otorgado la escritura pública en que conste el estatuto, se inscriben en el Registro sin necesidad de modificar el estatuto

[382] PEDROL RIUS, Antonio. Ob. cit.. Pág. 19

el simple pacto sobre el ejercicio del derecho del voto, un procedimiento que consiste en obtener seguridad, despojando de sus acciones a los accionistas y confiando el derecho del voto a un tercero, a un gestor, o a un director de un sindicato, mediante el otorgamiento de poderes irrevocables[383]

Finalmente, debemos diferenciar al sindicato de accionistas con la delegación de votos, consistiendo éste en el negocio jurídico, unilateral o convencional, por el cual el accionista le otorga la representación de sus acciones a otro para que lo represente en una determinada Junta de Accionistas; al respecto Botella Dorpa manifiesta que, el poder de mando de la sociedad anónima se puede obtener con la posesión de los votos procurándose delegaciones de voto en la medida precisa para tomar aquellos acuerdos que influyan en la marcha de la sociedad, es por ello que en los Estados Unidos se genera, con ocasión de cada Junta General, un auténtico mercadillo de los denominados **"proxy rights"**. Pero sucede que llegar a aglutinar un número de votos importante por este camino no siempre resulta fácil y que, además, hay que volver a formarlos en cada ocasión que interese votar y es prácticamente difícil de organizar donde falta el mencionado mercado de "proxies"; asimismo, se presenta como un método poco estable para los accionistas con pretensiones duraderas de control, por lo que prefieren sustituir mediante pactos permanentes con otros socios, a fin de votar en la misma dirección en las Juntas Generales. Surgen así los denominados **"Voting Trusts"**, conocido como "Sindicatos de Voto", que pueden articularse formal o informalmente[384].

10.4 Tipos sindicato de accionistas

Pedrol[385] esboza la siguiente clasificación de los tipos de sindicatos de accionistas:

a) Por la clase de Acciones: acciones al portador; acciones Normativas; acciones ordinarias; acciones de Voto Plural;

b) Por la situación de acciones Sindicadas: con depósito de los títulos o sin depósito;

c) Por la naturaleza del compromiso: compromiso simple del voto del propio accionista; compromiso de poder o delegación y compromiso de cesión total o parcial o de gravamen para la cotización de negocios jurídicos indirectos;

d) Por su finalidad: sindicato de mando y Sindicato de defensa;

e) Por su estructura: los que exigen la adopción de acciones por unanimidad, los que exigen la adopción de acciones por mayoría y los que conceden facultades direccionales al Sindico Gerente;

---

[383] GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE, JoaquiN. "Sindicato de ...". Págs 69 y 70

[384] BOTELLA DORPA, Antonio: España. Reestructuración Empresarial: OPAs y Procesos de Fusión y Escisión. Revista Valores.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV. Año VII N°21. Abril-1996 Págs 30 y 31

[385] PEDROL RIUS, ANTONIO. Ob. cit.. Pág. 11

f) Por su contenido: toda clase de decisiones, unos temas determinados, o, un solo asunto;

g) Por facultades Concedida al Síndico o Gerente: simple mandatario; ciertas facultades autónomas y no revocables.

Con mayor frecuencia se presentan los tipos de sindicatos de accionistas que a continuación desarrollaremos:

a) El **sindicato de bloqueo** es el convenio consistente en una limitación a la libre transmisibilidad de las acciones, por la cual los accionistas o los contratantes, para diferenciarse de los otros accionistas, acuerdan otorgarse el derecho de preferencia en la venta de sus acciones antes que un tercero pueda adquirirlas; el sindicato de bloqueo se apoya sobre un convenio por el que los accionistas sindicados se comprometen a no desprenderse de sus acciones o a cederlos en todo caso en favor de los otros sindicados durante el período de vigencia del convenio**; este convenio, va a existir en otros tipos de sindicatos, en el de mando y en el de defensa.** El sindicato de bloqueo tiene un carácter puramente obligacional: si el accionista sindicado contraviniendo el pacto, efectúa una transmisión a un tercero, quedaría sujeto a la cláusula penal que al efecto se hubiera convenido; salvo que tal convenio estuviera inscrito en la matricula de acciones, en este caso no podría inscribirse tal transferencia, o sea, no tendría efecto para con la sociedad.

   Por otro lado, en el caso de las sociedades anónimas abiertas no son válidos ante la sociedad ni ante terceros lo estipulado por el sindicato de bloqueo, pues en este tipo de sociedades no se reconocen los pactos que limiten o prohíban temporalmente las transferencias de acciones, así como cualquier forma que restrinja la negociación de las acciones o que establezcan un derecho de preferencia para la adquisición de éstas (Art. 254 LGS)[386], pero si tiene validez entre las partes contratantes.

b) El **sindicato de voto**, este tipo de sindicato concentra el poder del voto de los accionistas sindicados hacia un fin determinado, de acuerdo a tal finalidad se puede distinguir en dos subtipos:

   ?? El **sindicato de mando,** que consiste en que un grupo de accionistas acuerdan dirigir una empresa de una manera determinada, a efectos de enfrentarse contra otro grupo de accionistas, o un accionista que constituye peligro para ellos, es decir, que tiene un porcentaje accionario bastante significativo en una sociedad; y
   ?? El **sindicato de defensa**, comprende aquellos acuerdos entre accionistas, en que se conviene mantener una unión que, si bien no va a dar mayoría para el manejo de la sociedad, va a permitir alcanzar ciertos porcentajes que las leyes de sociedades mercantiles requieren para efectos de ejercer algunos derechos, tales como el de pedir

[386] GUTIÉRREZ CAMACHO. Walter. El contrato de sindicación.... Página 10.

información, el de impugnar acuerdos, suspender Juntas, exigir el reparto de utilidades, o pedir la convocatoria a Juntas Generales[387].

El Sindicato de voto necesita del sindicato de bloqueo para obtener una verdadera efectividad del compromiso de voto en que se apoya, porque, si los accionistas pudieran desprenderse de sus acciones libremente, resultarían ilusorios en muchos casos los compromisos contraídos y el mando social perderá la estabilidad buscada. En ese sentido, el sindicato de bloqueo constituye un instrumento indispensable del sindicato de mando[388].

Garrigues y Uria señalan, que los miembros de los sindicatos de accionistas de ordinario se someten a una disciplina en el ejercicio del derecho de voto y en la transmisión de sus respectivas acciones (sindicato de mando y de bloqueo de acciones). Por un lado, el sindicato combina fuera de la sociedad los derechos de voto de las acciones sindicadas para influir en la vida social de acuerdo con las directrices determinadas por el grupo sindicado, y por otro, para dar estabilidad y eficacia al sindicato, se hace preciso someter a determinadas restricciones la enajenación de las acciones pertenecientes a los accionistas sindicados, evitando así que éstos puedan desvincularse de los compromisos adquiridos sobre el ejercicio futuro del derecho de voto transmitiendo libremente sus acciones a personas extrañas al grupo sindicado[389].

c) Los sindicatos financieros, menciona Montoya Manfredi[390], reflejan el interés de los sindicados en los títulos accionarios, no como inversión, sino para especular con ellos, adquiriéndolos o transmitiéndolos según su cotización en el mercado, sin interesarse en la relación societaria, Todos estos sindicatos están formados por accionistas y no accionistas, lo que no ocurre con los sindicatos de voto y los de bloqueo, que están integrados sólo por socios. Estos sindicatos pueden ser:

?? De emisión y colocación de acciones, caso en el cual el sindicato suscribe la totalidad o parte de las acciones emitidas para colocarlas simultáneamente o posteriormente, buscando obtener un beneficio entre una y otra operación;

?? De resistencia y clasificación, los primeros, impidiendo la oferta excesiva en vista una baja en la cotización de las acciones, o bien, comprando las que puedan originar su descenso. Los segundos, buscando inducir oscilaciones bursátiles, o sea provocar alzas o bajas en determinados títulos en Bolsa y beneficiarse con esas fluctuaciones;

?? Los de "rescate", que pretenden garantizar al suscriptor, en la colocación privada de acciones, la posibilidad de negociar sus títulos posteriormente, pues al no estar cotizado en Bolsa sus acciones, la dificultad en la negociación impide la colocación masiva de los títulos.

---

[387] OLEACHEA ALVAREZ CALDERÓN, Juan de Dios. Ob. cit. Pág. 72
[388] PEDROL RIUS, ANTONIO. Ob. cit.. Pág. 13
[389] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios.... Pág 569
[390] MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Sindicato de Accionistas". Libro de Homenaje a Carlos Rodríguez Pastor. Cultural Cuzco S.A. 1992

10.5 Características

En todas las personas jurídicas, la mecánica del poder o dirección está condicionada al sistema de elección y al régimen de mayorías, el secreto del éxito de quienquiera que aspire a su dominación, está en el voto. Con el voto, penetran en el gobierno de la Sociedad tanto las tendencias políticas, como las participaciones económicas, las que irradian luego a los órganos de la empresa, en los que basta la intervención de un miembro activo para que la directriz se incline en un sentido más que en otro[391].

Los accionistas se agrupan entre sí antes de la junta general, cambian impresiones entre ellos y se comprometen a votar en la Junta en un determinado sentido, bien sea respecto de la junta que se va a celebrar inmediatamente o bien respecto de un número indeterminado de futuras Juntas[392]; pero necesitan conseguir no solo un convenio duradero sobre el derecho de voto, sino de asegurar la efectividad del convenio designando un órgano ejecutor suyo, llamado "sindico" que cumplirá los acuerdos adoptados por el sindicato y hará efectiva la prohibición de enajenar los títulos. El síndico es un representante, pues va a cumplir, por cuenta de otro, en la Junta General, las instrucciones recibidas en el seno del sindicato. Para evitar toda duda se le atribuye a esa representación el carácter de poder irrevocable[393].

El sindicato accionario de voto, se caracteriza por que se confía las acciones a un tercero (mandatario, director del sindicato), para que ejercite el voto en las asambleas, en sentido determinado, o a su libre arbitrio, o se abstenga del voto (obligación negativa)[394].

Mientras el síndico tenga un carácter de representante para una Junta General determinada, no hay dificultad jurídica alguna, porque la posibilidad del ejercicio del derecho del voto para una materia y en una determinada Junta general, es cosa que está en todos los estatutos de las sociedades anónimas.

La dificultad empieza cuando, aun concebido el síndico como representante, su representación se extiende a un período de tiempo determinado y, además, se pacta con el carácter de irrevocable durante este plazo. El artículo 153 del Código Civil establece que "el poder es irrevocable siempre que se estipule para un acto especial o por tiempo limitado (no mayor a un año) o cuando es otorgado en interés común del representado y del representante o de un tercero". El Art. 122 de la Ley General de Sociedades reconoce los efectos de los poderes irrevocables, o sea, que el accionista sindicado no puede revocar los poderes al síndico si le ha otorgado poder irrevocable, así asista personalmente a la junta general. De igual manera, si dentro del contrato de sindicación existe “pacto expreso” que establezca la irrevocabilidad de la representación por el gestor y que sea puesto en conocimiento de la sociedad.

---

[391] MOSSA, LORENZO. Ob. cit.. Pág. 4
[392] GARRIGUES, JOAQUÍN. "Sindicato de Accionistas.. Pág. 65
[393] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Págs. 152-153.
[394] MESSINEO, Francesco.. Ob. cit.. Pág. 443

10.6 Legitimidad y fuerza vinculante del sindicato de voto

10.6.1 Legitimidad del sindicato de voto

Para Vivante, el accionista no puede vincularse válidamente a votar según la voluntad de otro ni a ceder a otro su derecho de voto con una entrega en precario de las acciones, considera este jurista, que estos convenios serían ilegítimos para el accionista, ya que debe concurrir con su voto libre a formar la voluntad social en la junta general, ampliando los fundamentos de su concepción, expresa, que la ley sometió a los socios ausentes y disidentes a la voluntad de la mayoría, presumiendo que la libertad de la discusión y del voto son elementos esenciales de toda asamblea; concluye Vivante indicando, que una deliberación, cuya mayoría ha sido formada en virtud de acuerdos preconstituidos, deben considerarse nulas y serían nulos sus acuerdos, porque la ley no puede reconocer la validez de actos que conducen o pueden conducir a la realización de negocios nulos por su ilicitud[395].

Mossa examina tanto a la delegación de voto como a la sindicación de acciones, ya que los dos tienen como centro nuclear al voto, y respecto de la primera dice que ésta implica una cesión del voto, siendo que esta figura es inconcebible en la sociedad anónima, en la que el voto es la prueba auténtica de la participación debida e inteligente en la Sociedad, y no puede serle suprimido al accionista; menos aún cabría hacer esta supresión dándole la apariencia del accionista inerte e indiferente, del accionista abstencionista, cuando el abstencionismo es una forma de rebeldía, mientras que la sustracción del voto implica una castración.

Repara este jurista que, en la sociedad anónima todo puede someterse a discusión, desde la altura de la justicia social, que recoge en un conjunto los intereses del accionista y los de la Sociedad, los intereses de la empresa y los más amplios y generosos intereses de la comunidad nacional. Es por ello que llamando a la delegación de voto "venta del voto", lo califica de un hecho inmoral, en el sentido que se vende el voto, más no la acción[396].

Respecto al Sindicato de Accionistas, Mossa considera que la coalición no puede ser condenada por sí misma, porque puede estar abocada a fines óptimos, que se alcanzan a través de los móviles inmediatos y constantes del Sindicato. Reconoce que, en principio hay que admitir la validez del Sindicato, cuando en lugar de ir contra la Sociedad anónima tiende a protegerla, lo que sucede cuando los fines inmediatos de la coalición no destruyen la libertad de la Sociedad y de los accionistas, y cuando las formas y los organismos del Sindicato no son vejatorios para la integridad social[397].

PEDROL[398], sistematiza los argumentos a favor de la cesión del voto, negociabilidad del mismo o ser objeto de un contrato de sindicación, mencionando lo siguiente:

---

[395]GARRIGUES, JOAQUÍN. Ob. "Sindicato de Accionistas.. 65 y 66
[396]MOSSA, LORENZO. Ob. cit.. Págs. 5 y 6
[397] MOSSA, Lorenzo. Ob. cit.. Pág 11
[398]PEDROL RIUS, ANTONIO.Ob. cit. Pág. 172

a) Los principios generales tienden a admitir que los derechos son siempre divisibles. Nadie discute que una acción pueda pertenecer a una persona en cuanto a la nuda propiedad y a otra en cuanto al usufructo. ¿Por qué no admitir que el derecho de voto puede desmembrarse de los demás derechos de la acción? De la misma manera que se cede un cupón que da derecho al percibo del dividendo o a la suscripción preferente de unas nuevas acciones en la ampliación de capital, podría cederse un cupón concediendo determinado número de votos.

b) Puede hacerse todo lo que la ley no prohíba, y la prohibición de la cesión del derecho de voto no suele encontrarse de manera expresa en las legislaciones positivas de los países.

c) El derecho de voto es un derecho que se encuentra en el comercio, un derecho patrimonial susceptible de estimación económica; por consiguiente, no puede considerarse la imposibilidad de su transmisión por la naturaleza del derecho.

d) Las sociedades anónimas son abstracciones capitalistas constituidas independientemente de cualquier consideración personal. Una sociedad anónima es siempre el mismo ente cualquiera que sean las manos a las que pasen sus acciones. Por consiguiente, puede decirse que en las Juntas Generales no son los accionistas quienes votan, sino acciones. Poco importa por tanto, quien representa éstas acciones.

Según el mencionado jurista, el verdadero obstáculo para la cesión separada del derecho de voto o de su ejercicio, se encuentra en el hecho, que se trata de un derecho subjetivo inserto en una relación social cuya finalidad es la protección, a través de la participación en la formación de la voluntad del ente, de los intereses del socio en el patrimonio común. Cuando tales intereses no existen el instrumento de protección carece de sentido.

Pedrol concluye manifestando que pueden desmembrarse del status de socio aquellos derechos que por su contenido patrimonial son susceptibles de una vida en cierta manera autónoma. Así ocurrirá, por ejemplo, en el derecho a la cuota liquidatoria, en el derecho al dividendo o en el derecho de suscripción preferente. No son, aparentemente, susceptibles de desmembraciones el derecho de voto ni, por supuesto, el derecho de asistencia a la Junta, porque se trata de poderes, a primera vista, puramente jurídicos, supuestamente sin contenido patrimonial, que solo puede operar inserto en el conjunto de la relación social sirviendo a la realización de derechos de naturaleza patrimonial[399].

Garrigues y Uría sostienen que el derecho de voto es un derecho personal del accionista, que por su peculiar naturaleza, sólo puede ser ejercitado por el legítimo titular de las acciones por sí o por medio de representante, y que a diferencia de los derechos patrimoniales o económicos de los accionistas, que pueden ser cedidos a tercera persona con independencia de la acción, el derecho de voto no puede separarse de los demás que integran la condición o estado de socio para ser enajenado a título oneroso o gratuito, y ejercitado así

[399] PEDROL RIUS, ANTONIO. Ob. cit.. Págs. 177 y 178

por quien, no siendo titular de la acción, no tenga la condición de accionista. Expresan que las acciones quedarían desnaturalizadas y privadas de una parte esencial de su contenido al ser despojadas del derecho de voto, que es el único resorte de que dispone el accionista para intervenir en la gestión de los asuntos sociales, y que la cesión de ese derecho podría dar intervención en la marcha de la sociedad a personas no accionistas, desprovistas de toda participación económica en aquélla y carentes de un verdadero interés social, cuando no, titulares de un interés contrario a los de la propia sociedad[400].

Pero en los hechos los bancos dominan las sociedades anónimas sin riesgo de capital ni responsabilidad propia; los bancos suelen votar de acuerdo con las proposiciones de la administración de los grandes accionistas, por lo que se pregunta si está justificado este refuerzo de la administración precisamente por quienes no son socios de la sociedad ni arriesgaron ningún capital en la empresa[401]. La doctrina mayoritaria considera que solo podrán contribuir a la formación de la voluntad social asistiendo y votando en las juntas generales, por sí o por representante, aquellas personas que por haber invertido capital en la empresa han adquirido la condición de accionista, y que, por el contrario, no estarán legitimados para asistir y votar en las juntas quienes pretendan fundar la legitimidad de su presunto derecho en una simple cesión del voto hecha a su favor por cualquier accionista[402].

El propio Garrigues considera que no hay motivos que justifiquen impedir que un accionista otorgue su representación a quien quiera y haga la delegación en los términos que a él le parezca bien, bien sea dando sus instrucciones al banco, bien conociendo la propuesta hecha por el banco, bien firmando bajo un nombre ya conocido, bien firmando en blanco; sin considerar que solo gracias al gran número de representaciones que llevan los bancos las juntas pueden celebrarse éstas en un local adecuado, cuando los accionistas se cuentan por miles o por cientos de miles[403].

Con respecto a la "sindicación de acciones", Garrigues estima, que no hay realmente razón clara para declarar ilícito el convenio sobre el ejercicio del derecho de voto en una determinada junta; menciona que todos los que hayan conocido el funcionamiento de los parlamentos, como aquellos que han asistido a reuniones internacionales, en los cuales rige también el principio mayoritario, saben que los acuerdos no se adoptan en las asambleas sino antes en los pasillos; los miembros se ponen de acuerdo sobre lo que van a votar y cuando llega el momento de votar se sabe de antemano el resultado. Si esto es admitido en el Derecho Público, en las organizaciones internacionales, no hay inconveniente que los accionistas cambien impresiones antes de la junta y que se prometan a votar en ella en un sentido determinado; asimismo, no existe inconveniente que para cumplir lo convenido otorguen poderes de representación[404]. El accionista puede limitar

[400] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios.....Págs 420 y 421
[401] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Págs. 94-95
[402] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ....Págs 421 y 422
[403] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 146.
[404] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 150.

voluntariamente la libertad del voto obligándose con otros socios o con tercera persona a votar en las juntas generales en determinado sentido[405].
Finalmente, aprecia este ilustre jurista, cuando el mandato se quiere hacer irrevocable con carácter duradero para varias juntas, por un determinado plazo, etc. se cae en el terreno de la cesión del voto, la doctrina imperante en esa época considera que tal figura no es lícita porque es incompatible con la cualidad de accionista, ya que el accionista propietario de las acciones no puede desprenderse de ellas cediendo, aunque sea por período determinado, ese derecho esencial que es el derecho de voto[406].

Actualmente, estimando que el derecho de voto puede ser suprimido como derecho incorporado a las acciones a cambio de privilegios patrimoniales, y en los hechos existe una tendencia a su cosificación, juristas como Zamenfeld y Boggiano manifiestan que el derecho de voto del accionista nada tiene que ver con sus derechos políticos, sino en el ámbito patrimonial, este derecho no se sustenta en la personalidad de aquel accionista, sino que constituye una fracción de su esfera patrimonial ya que este derecho se mide exactamente, por la cantidad de acciones que su titular posea, acciones que representan unidades alícuotas de capital de la sociedad; inclusive en el derecho español se trata de someter a las reglas del mercado el régimen de las llamadas Delegaciones de voto[407] y en Estados Unidos con ocasión de cada Junta General se genera un autentico mercadillo de los denominados "proxy rights" (delegación de voto), tal y como lo mencionamos al examinar la naturaleza del derecho de voto.

Como se puede apreciar, la doctrina ha reaccionado de diversas maneras ante un fenómeno que se presenta en la vida de la sociedad anónima, las posiciones tradicionales se han visto debilitadas con la aparición de las acciones sin derecho de voto, y la verdad es que la sindicación de acciones es una alternativa para devolver a la Junta General de Accionistas su categoría de órgano supremo de la sociedad anónima; por otro lado, se puede diferenciar el derecho genérico de voto y la facultad concreta del ejercicio del mismo; el primero es inseparable de la acción, el segundo es sujeto a la negociabilidad, sea mediante simples delegaciones de voto o mediante duraderas delegaciones de voto a través de un sindicato de accionistas, que se materializa, comúnmente, mediante el otorgamiento de poder irrevocable.

10.6.2 Eficacia del Sindicato de Accionistas

Como se ha podido examinar, no se pueden poner reparos a la licitud de los sindicatos de accionistas, sin embargo, su eficacia práctica fue reducida y menguada, por la dificultad de imponer coactivamente a los accionistas sindicados el respeto a la disciplina y al vínculo sindical[408].

A pesar de lo regulado últimamente por la Ley General de Sociedades, después de suscrito el pacto, este no contiene “pacto expreso” de otorgarle al gestor poder irrevocable, el accionista sigue en libertad en cuanto a su derecho de

[405] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios.....Pág 568
[406] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 153.
[407] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. "Ley de Sociedades y Mercado de Valores" Rev. VALORES Nº 20. Año VII, Edit. FIMART, Enero 1996. Pág. 61
[408] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios.....Pág 572

voto, en el sentido de que su voto, aun estando emitido en contra de lo que esté convenido en el pacto sigue siendo un voto válido[409].

Respecto a los pactos del Sindicato de Bloqueo, también existen importantes innovaciones en la ley actual, ya que con la legislación derogada tales pactos producían simples efectos obligatorios, susceptibles esencialmente de desencadenar por su parte la obligación al resarcimiento de daños, pero incapaces de hacer restituir las acciones al patrimonio de quien prometió no hacerlas circular o hacerlas circular sólo en las condiciones permitidas por el Sindicato[410].

La Ley General de Sociedades presenta como novedad el reconocimiento de la validez y eficacia no solo de los poderes irrevocables en las Juntas Generales, sino que dicho poder puede encontrarse contenido en los contratos de sindicación de acciones, ya que sin tal reconocimiento tales convenios de sindicación carecen de eficacia en caso de incumplimiento, porque el convenio para votar en uno u otro sentido determinado era algo ajeno a la sociedad misma, por ejemplo, si uno de los accionistas incumpliendo su obligación contractual, acude a la junta y pretende ejercitar en ella su derecho de voto, la sociedad tendría que admitirle a él como accionista propietario de las acciones y de nada valdría alegar que se había comprometido antes con sus consorcios a votar en un sentido determinado mediante representante[411]. El reconocimiento de los pactos de sindicación y de la representación irrevocable, hacen eficaces estos pactos frente a la sociedad y terceros, siempre y cuando se comunique a la sociedad.

Con la legislación derogada, se interpretaba que cuando se trataba de la eficacia de las indicadas convenciones, se hablaba de las relaciones entre aquel que promete el voto y el promisorio, a los efectos de un eventual resarcimiento de los daños, y no en las relaciones entre ente (la sociedad) y accionista, pues, frente al ente, el promisorio no tenía ningún derecho a hacer valer[412]. La relación que nacía del contrato parasocial era inoponible a los otros socios, a la sociedad y a los terceros[413].

Como se puede apreciar, el problema se polarizaba en torno al binomio: licitud y eficacia de los convenios sobre el voto; se llegaba a una consecuencia realmente contradictoria y es que cuando la ley no se opone a los convenios sobre el voto, el pacto era jurídicamente ineficaz, como simple pacto entre caballeros que se puede ejecutar o no; y cuando se quería hacer eficaz mediante el nombramiento de un síndico con poderes irrevocables, entonces la ley se oponía a su validez[414].

Lo que no se ha podido dilucidar en la legislación nacional vigente, es cuando el accionista, ligado por un pacto, que no implica la representación por un síndico, incumple dicho pacto en el momento de la votación. Se debe

[409] GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE, Joaquin. "Sindicato de ...". Pág 69
[410] MOSSA, Lorenzo. Ob. cit.. Pág 8
[411] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 152.
[412] DE GREGORIO, Alfredo. Ob. cit. Pag. 625
[413] MESSINEO, Francesco. Ob. cit..Págs 304 y 305
[414] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 154.

considerar que esa circunstancia no influye sobre la validez del voto emitido, y la persona (sea accionista o no) con quien el socio se haya comprometido a votar en sentido determinado no puede impugnar la validez del voto argumentando la violación de ese compromiso; en dicho caso, sólo podrá ejercitar, contra el socio, una acción personal de incumplimiento de contrato[415].

10.7 Aspectos específicos en la Legislación Nacional

El Artículo 8 de la Ley, dispone el reconocimiento por la sociedad de la validez y exigibilidad de los Convenios entre socios o entre éstos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados a la sociedad, estableciendo la diferencia entre la sindicación de accionistas y los otros convenios, ya que menciona a los pactos no solo entre accionistas sino de éstos con terceros. Pero el reconocimiento antes mencionado no significa que tales acuerdos obliguen a otros accionistas ajenos al pacto y a la sociedad, si no que tales acuerdos les son oponibles, o sea, que deben tener presente su existencia y hacerlo respetar a los accionistas vinculados, salvo que hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, en tal caso prevalecerán estos últimos. Siempre el efecto vinculante entre quienes celebraron el pacto de sindicación permanece inalterable.

Con el objeto de proporcionar mayor publicidad y transparencia a este tipo de convenios, en especial a los sindicatos de accionistas, se dispone en el Artículo 55 que el estatuto puede contener adicionalmente los convenios societarios entre accionistas que los obliguen entre sí y para con la sociedad; en este dispositivo se ratifica la afirmación antes expuesta, que los convenios entre accionistas no puede llegar a ser pacto social ya que el vínculo es entre los accionistas, existiendo casos que puede generar obligaciones para con la sociedad como un contrato a favor de tercero, pero no puede generar obligación alguna a cargo de la sociedad que no sea el reconocimiento de su existencia. Lo antes mencionado explica por que estos convenios, cuando se celebren, modifiquen o terminen luego de haberse otorgado la escritura pública en que conste el estatuto, se inscriben en el Registro sin necesidad de modificar el estatuto.

Buscando garantizar la eficacia, no solo de los sindicatos de accionistas sino de los convenios suscritos con tercero que afecten a la circulación de acciones o algún derecho contenido en ellas, establece el artículo 92 de la Ley que, en la matrícula de acciones se debe anotar los convenios entre accionistas o de accionistas con terceros que versen sobre las acciones o que tengan por objeto el ejercicio de los derechos inherentes a ellas (participación en utilidades, derecho de voto, circulación, derechos de suscripción preferente). En concordancia con la norma antes citada, el artículo 101 de la referida ley prescribe, que las limitaciones a la libre transmisibilidad, prohibición temporal de transferir, gravar o de otra manera afectar acciones que se originen en convenios entre accionistas o entre accionistas y terceros, que hayan sido notificados a la sociedad se anotarán en la matrícula de acciones y en el respectivo certificado. De igual modo, se

[415] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios.....Págs. 568 y 569

reconoce la eficacia del convenio entre accionistas debidamente registrado en la sociedad que restrinja la libre transferencia del derecho de suscripción preferente, no pudiendo, en este caso, ser incorporado tal derecho al certificado de suscripción preferente, así lo establece el artículo 209 de la Ley.

El sindicato de accionistas ejecuta sus acuerdos sobre el voto mediante el nombramiento de representante para cada junta, de acuerdo al artículo 122 de la Ley, si tal sindicato permanece oculto la representación debe constar por escrito y con carácter especial para cada junta general o se otorgue de poderes irrevocables, que reconoce su validez dentro de los alcances señalados en el artículo 153 del Código Civil, ya que es otorgado en interés común del representado y del representante e inclusive de un tercero, pero su duración no puede ser mayor de un año. Si el pacto de sindicación y el nombramiento del sindico es puesto en conocimiento de la sociedad, la asistencia personal del representado, en este caso el sindicado, a la junta general no producirá la revocación del poder conferido, o sea, el nombramiento de un síndico con poderes irrevocables por periodos mayores al año, debe ser respetado por la sociedad si se le comunica. En esta situación, no se aplicarán supletoriamente los dispositivos del Código Civil respecto a los poderes irrevocables, que haría ilusorio el reconocimiento proclamado por la ley societaria de los pactos entre accionistas. Sin embargo, esto merece una precisión legislativa.

Lo que parece un exceso, es que el convenio de los socios registrado ante la sociedad pueda establecer causales de disolución de la propia sociedad (artículo 407 inciso 9), determinar las facultades, atribuciones y responsabilidades de los liquidadores de la sociedad (artículo 416), o fijar los periodos de formulación de balances por otros períodos distintos al anual que los liquidadores deben presentar a la junta general (artículo 418), reiteramos lo antes expuesto, el reconocimiento por la sociedad de la validez y exigibilidad a los Convenios entre socios no debe significar que tales acuerdos vinculen a otros accionistas y a la sociedad, sino que tales acuerdos les son oponibles, o sea, que los otros accionistas y la sociedad deben tener presente su existencia y hacerlo respetar a los accionistas vinculados.

11. El voto plural

11.1 Antecedentes

Originalmente el voto plural servia para asegurar la mayoría en las asambleas a un grupo de accionistas; era la garantía de los fundadores y de los administradores de la sociedad contra un cambio de la mayoría obtenido mediante la adquisición especulativa de los títulos en la Bolsa. Después de la guerra de 1914, por ejemplo, en Francia, las acciones de voto plural se consideraron como un medio para defender a la sociedad contra el control extranjero, pues los extranjeros podían adquirir la mayoría de las acciones aprovechando la devaluación del franco[416],

[416] RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 328

Posteriormente, el país antes mencionado, tomó la decisión de prohibir para el futuro la creación de esas acciones (ley de 29 de abril de 1930) y ulteriormente, con la ley del 13 de noviembre de 1933, esa prohibición se extendió a las acciones ya existentes, consagrando el dogma de la proporción entre el número de votos y el valor nominal de las acciones.

De igual modo, en Alemania se estableció la prohibición de crear ese tipo de acciones con la ley de 1937 (artículo 12); en Italia se decidió también prohibir la creación de tales acciones en su vigente Código Civil (artículo 2.351)[417].

Por otro lado, el voto plural es aceptado por diversos ordenamientos legales, como el artículo 693 del Código de Obligaciones suizo, que autorizó un voto plural indirecto, permitiendo que cada acción tenga un voto, aunque las acciones sean de diferente valor nominal; así también los anglosajones han tenido siempre, y siguen teniendo en materia del derecho de voto, un criterio muy flexible, por ejemplo, en Inglaterra, las acciones con un poder privilegiado de voto se admiten sin dificultad[418].

11.2 Definición

Broseta y Gagliardo definen a la acción de voto plural como la que infringe el principio de proporcionalidad entre el capital de la acción o valor nominal y el derecho de voto que ésta atribuye[419]; si bien esta definición condensa lo medular de esta figura, se puede prestar a confusiones, pues, de una u otra manera las acciones sin derecho de voto alteraría la proporcionalidad entre el voto y el valor nominal de las acciones.

Se puede definir a las acciones de voto plural, como aquellas que están dotadas de un mayor número de votos que otras acciones de igual valor nominal y a todas las acciones, que rompiendo el principio de la proporción entre el capital de la acción y el derecho de voto tienen como privilegio un derecho de voto mas elevado que el otorgado a otras acciones que generalmente son las acciones ordinarias[420].

11.3 Alcances

Las acciones denominadas de voto plural o múltiple, contienen como privilegio sobre las acciones ordinarias, mayores votos por cada acción, a pesar que tienen igual valor nominal. Cada una de éstas pueden abarcar no un solo voto, sino varios votos, alterando la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto atribuida. Sánchez Andrés menciona que la sociedad anónima se inspira en los principios de proporcionalidad, equivalencia entre la aportación y el poder, y paridad de tratamiento,

---

[417] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios ... Pág 391 y 392

[418] PEDROL RÍUS, Antonio.Pág 81

[419] Ver: BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 235 y GAGLIARDO, Mariano. "Derecho Societario. Buenos Aires: Ad-Hoc, 1992. 262p. 23cm. Pág 112

[420] Ver: GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Ob. cit.. Págs 389 , 390 y 393; GARRIGUES, Joaquin. Curso de Dere... . Pág. 453; URIA, Rodrigo. "Derecho Mercantíl". 19 Edición. Ed. Marcial Pons. Ediciones Jurídica S.A. 1992. Pág. 272; y SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 326

precisamente las acciones de voto plural son las que causan la ruptura de tales principios[421].

Al hablar de acciones de voto plural, la ley ha querido abarcar con esa denominación todas las acciones que rompan el principio de la proporción entre el capital de la acción y el derecho de voto[422]. En el caso de legislaciones que admiten las acciones de distinto valor nominal, como nuestra derogada ley, aunque sea igual el número de votos conferidos por cada acción, siempre que unas confieran un voto proporcionalmente mayor con relación al capital que el conferido por las otras, estaremos en presencia de un supuesto de voto plural indirecto[423]. Entre los casos de voto plural indirecto[424] tenemos:

1. Concesión del mismo voto a las acciones de distinto valor nominal;

2. Concesión de un mismo voto por grupos iguales de acciones de distinto valor nominal, o por grupos desiguales de acciones del mismo valor;

3. Concesión de un voto por acción ordinaria y un voto también por grupos de acciones especiales del mismo valor nominal que las ordinarias; En este caso las acciones ordinarias resultarían privilegiadas frente a las especiales con un derecho de voto tanto más fuerte cuanto mayor sea el número de estas acciones que hubieran de agruparse para tener derecho a un voto;

4. Establecer limitaciones desiguales a un número máximo de votos de las acciones de distinta serie;

5. Establecer la limitación en el número máximo de votos para determinadas acciones exclusivamente;

6. Atribuir a los titulares de acciones de una determinada serie, presentes o representados en la junta y cualquiera que sea el número de sus acciones, número total de votos igual al que corresponda en cada junta a los demás accionistas que tomen parte en la votación;

7. Conceder a determinadas acciones un número de votos variable que esté siempre en determinada proporción con el total de votos correspondientes a las acciones ordinarias, aunque se realicen sucesivas ampliaciones de capital (voto de escala móvil o variable);

8. Limitar el voto de las acciones especiales a determinados acuerdos;

9. Reducir el capital rebajando el valor nominal de las acciones de determinada serie sin rebajar proporcionalmente el derecho de voto de las acciones;

---

[421] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 329
[422] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ..... Pág. 393
[423] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios ..... Págs 389 y 390
[424] Ver: GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios ..... Págs 393 y 394; URÍA, Rodrigo, Pág. 272 y 273; y SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 334, 335 y 336.

10. Las llamadas acciones de asiento, que consisten en dar derecho, a una clase determinada de acciones, a la elección de uno o más directores de esa clase, aun siendo minoría[425].

11.4 Fundamentos a favor del voto Plural

En favor del voto plural se ha dicho que es el instrumento adecuado para asegurar la estabilidad de la dirección frente al capricho, la veleidad o incomprensión de accionistas dispersos, accionistas muchas veces desinteresados de la vida social, casi siempre sin conocimientos empresariales y algunas con una presencia inversora en la compañía puramente fugaz; se ha dicho también que tales acciones permiten alternativamente atraer capitales sin motivaciones de mando, reservando el voto plural a quienes contrariamente sí tienen esa vocación; también es útil en la oferta de ese mayor poder de voto como incentivo, allí donde la búsqueda de capitales ajenos se dificulta si no va acompañada de posiciones de control; se señala, por otra parte, que son títulos que sirven para proteger a las sociedades emitentes de acciones cuyos titulares estén vinculados a empresas rivales y más poderosas, que permiten adueñarse de ellas; puede facilitar la adquisición y entrada en otras sociedades que interesan al adquirente, mediante el recurso a ofertas de compra sólo parciales sobre esas acciones privilegiadas con voto múltiple; se añade que ese mayor poder de voto evita que nuevos socios advenedizos mermen los derechos de los primitivos o prescindan de elementos patrimoniales que debilitarían la posición empresarial de la sociedad[426];

Pedrol considera que con las acciones de voto plural, se busca dotar a un determinado grupo de accionistas, de un poder superior al que le correspondería por su capital, en reconocimiento de los riesgos corridos por aquél inicialmente, para asegurarle una cierta estabilidad en el desarrollo de una política de dirección, para compensar su affectio societatis, o para impedir que la aportación de capital extranjero pueda traducirse en la dominación de las sociedades nacionales[427].

Finalmente mencionamos que en nuestro país, Gonzáles Barrón asevera, que entre las ventajas que brinda la emisión de acciones con voto plural, se encuentra, el otorgar a ciertos socios un privilegio por los riesgos asumidos al iniciar la empresa (análogo a las partes del fundador), o para asegurar la estabilidad en la administración social a aquellos promotores a quienes los inversionistas tienen especial confianza, eliminando la posibilidad de que el control de la sociedad pase a los competidores en el mercado o simplemente con el fin de hacer más atractivos el valor emitido frente a los títulos accionarios sin voto[428].

11.5 Fundamentos en contra del voto Plural

Ripert comenta que en la práctica comercial, el voto plural, ha dado lugar a criticas muy vivas, se denunciaron los abusos del poderío financiero, sobre

[425] ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor. Ob. cit. Pág 334
[426] Verr: SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 328 y GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios .....Pág 390
[427] PEDROL RIUS, Antonio. Ob. cit.. Pág. 79
[428] GONZALES BARRÓN, Gunther Hernan. Las Acciones de voto plural. EL PERUANO, 12/11/96Pag. B9

todo, teniendo en cuenta que en algunas sociedades las acciones de voto plural conferían decenas de votos y a veces mas de cien. Según el mencionado jurista, el voto plural constituía la disociación del poder y de la responsabilidad, o sea, fascismo accionario[429].

Sánchez Andrés lo considera como causa de la ruptura de los principios inspiradores del tipo social (proporcionalidad, equivalencia aportación-poder y paridad de tratamiento) y tienen el grave defecto de favorecer el afianzamiento de grupos dominantes que pueden desembocar en un auténtico feudalismo financiero, que aseguran el control de la sociedad sin que los tenedores de esa posición de dominio arriesguen por su parte en la empresa social el capital correspondiente al poder que efectivamente ejercitan; se añade, que la presunta ventaja de una dirección estable puede llegar a fosilizar la posición de administradores incompetentes que no podrán ser fácilmente sustituidos por el voto común; se precisa, que esa situación dificulta, a la larga, la captación de recursos, ya que a muy pocas personas le puede interesar invertir su dinero en proyectos cautivos que nunca lograrán controlar o modificar. Pero ha sido la experiencia adversa que el desarrollo del voto plural vino a ofrecer, antes o después, en casi todas partes, lo que ha conducido a consolidar el posicionamiento contrario a tales acciones por parte del legislador que hoy luce en la mayoría de los ordenamientos[430] .

De otro lado, en las legislaciones contemporáneas, el ámbito de los privilegios están circunscritos a los derechos de contenido estrictamente patrimonial y no pueden proyectarse, en ningún caso sobre el voto ni otros derechos de naturaleza administrativa (información, asistencia, impugnación de acuerdos. etc.)[431].

Por tales motivos, los juristas que están en contra la posibilidad que se permita el establecimiento del voto plural, estiman que, en ningún caso podrá quebrantarse el principio de la proporcionalidad entre el capital de la acción y el derecho de voto[432]; debiéndose reputar ilícitas, sin excepción, todas las combinaciones que rompan el principio de la proporción entre el capital y el derecho de voto, creando directa o indirectamente un voto plural en favor de determinadas acciones[433].

11.6 Tratamiento de la Ley Nacional Vigente

En nuestra legislación derogada, a pesar de la existencia de la expresa prohibición de las acciones de voto plural, existía duda en su aplicación por la presencia de acciones de distinto valor nominal, en tal sentido, la doctrina interpretó que tal prohibición se hacia extensiva a todas las combinaciones posibles que tiendan a romper el principio de la proporción entre el capital de la acción y el derecho de voto. En la actualidad el artículo 82 de la ley dispone que 'todas (las acciones) tienen el mismo valor nominal y dan derecho

[429] RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 329
[430] Ver: SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 329; y GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo.Pág 391
[431] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs. 318 y 319
[432] Ver: GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo.Pág 395; y SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 336
[433] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo.Pág 393; GARRIGUES, Joaquin. Curso de Dere..... Pág. 454; MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 204; y SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 334

a un voto", de esta manera se intenta cerrar la posibilidad del establecimiento de acciones con voto plural.

Pero se presentan serias dudas, al permitirse legalmente la emisión de acciones sin voto, debilitando el fundamento económico y jurídico que sustenta la prohibición de crear acciones con voto plural; ya que si es posible crear acciones con voto frente a acciones sin voto de la misma sociedad, es aún más lógico que otorguen dos votos frente a acciones que atribuyen un voto[434].

Otra excepción al principio de proporcionalidad, en el que se manifiesta la existencia del voto plural indirecto, es la elección de directores por clases distintas de acciones (artículo 164 de la ley), en el que la cantidad de directores que pretenda elegir cada clase de acciones no debe ser necesariamente proporcional al porcentaje del capital que detenta cada clase[435]. Como se puede observar, el principio de proporcionalidad podría ser lesionado en uno de los actos de mayor importancia en el que se ejerce el derecho de voto y se puede presentar un caso de voto plural indirecto.

12. Voto acumulativo

12.1 Antecedentes

Este sistema fue tomado de las regulaciones estadounidenses cuyo régimen en materia de *Corporations* ofrece diferencias estructurales y funcionales respecto del esquema europeo continental. En 1870, Illinois fue el primer estado que incorporó a su Constitución la regla por la cual la elección de directores de una *corporation* debería necesariamente efectuarse por el sistema del voto acumulativo. Posteriormente, la *Model Business Corporation Act* adopta el voto acumulativo, pero deja a los Estados la posibilidad de optar por su variante imperativa o simplemente permisiva. La redacción propuesta (#31 párrafo 4) es la siguiente: "En toda elección de directores, cada accionista con derecho a voto en la misma, tendrá, personalmente o por poder, derecho a votar el número de acciones que tenga por tantas personas como directores deban ser elegidos y en cuya elección tenga derecho a votar o a acumular sus votos dando a un candidato tantos votos como resulten de multiplicar el número de tales directores por el número de sus acciones, o a distribuir estos votos de acuerdo con los mismos principios entre cualquier número de candidatos"[436].

12.2 Definición

El Sistema del voto acumulativo es una forma de representación proporcional por la que se adjudica cada asiento del Directorio a todo grupo o accionista cuya tenencia de acciones sea suficiente para ello, en función de las vacantes totales, que permite a las minorías tener acceso en la elección de uno o más integrantes del referido Directorio y de manera general, a los miembros de los órganos pluripersonales de la sociedad[437].

---

[434] GONZALES BARRÓN, Gunther Hernan. Las Acciones de .... Pag. B9
[435] ELIAS LAROSA, Enrique. Ob. cit. Pag. 332)
[436] LE PERA, Sergio. Voto Acumulativo. Ed. ASTREA. Buenos Aires 1973. Págs. 11 , 13 y 15
[437] LE PERA, Sergio. Ob. cit Págs. 25 y 73

12.3 Fundamentos

En la actividad de las sociedades anónimas estadounidenses (Compañías) las "Reuniones Generales de Accionistas" tienen una función secundaria, limitándose a elegir directores, es por ello que requieren asegurar una representación proporcional de los grupos de accionistas en el Directorio, cuyo mecanismo se articuló para estos fines en el del voto acumulativo. En los Estados Unidos el Directorio confecciona y aprueba balances, decide los dividendos a distribuir, en ocasiones, modifica la Carta Orgánica o Reglamento Social del que resulta sus propias facultades, es decir, tiene facultades constituyentes.

El voto acumulativo no significa, en ninguna hipótesis, el despojo del gobierno de la mayoría, sino que limita a otorgar, en algunos casos y a ciertas minorías, un derecho de representación que solo podrá cumplir una función de vigilancia o contralor de la gestión de la mayoría.

Las objeciones que ha recibido este sistema de votación son diversas, entre ellas mencionamos: Confundir los problemas políticos de organización de un Estado con las formas de gobierno y administración de una empresa; los directores elegidos por la minoría, en realidad no consiguen coparticipar, en los hechos, en el proceso de formación de las decisiones; la existencia moderna de organismos públicos de control, permiten a las minorías contar con una protección adecuada cuando realmente la precisan; la participación de las minorías en el gobierno de la sociedad o en su Directorio haría abdicar a estos órganos de su facultad ejecutiva; por el sistema del voto acumulativo puede ocurrir que la mayoría pierda el control de la sociedad y la minoría lo obtenga; finalmente, es posible que, por una ausencia circunstancial de uno o mas directores de la mayoría, la minoría puede adoptar decisiones fundamentales[438]

12.4 Mecánica del voto acumulativo

De acuerdo al artículo 164 de la Ley General de Sociedades, cada acción da derecho a tantos votos como directores deban elegirse y cada votante puede acumular sus votos a favor de una sola persona o distribuirlos entre varias; serán proclamados directores quienes obtengan el mayor número de votos, siguiendo el orden de éstos; si dos o más personas obtienen igual número de votos y no pueden todas formar parte del directorio por no permitirlo el número de directores fijado en el estatuto, se decide por sorteo cuál o cuáles de ellas deben ser los directores.

Como ejemplo, se ha elaborado el siguiente cuadro detallando la cantidad de directores a elegir y los votos que le correspondería, en relación con la cantidad de acciones que detenta cada accionistas, para la elección de los directores:

[438] LE PERA, Sergio. Ob. cit Págs . 18,19, 21,22,23,24 y 98

Accionistas	Acciones	Nº de directores	Votos
A	51	7	357
B	9	7	63
C	20	7	140
D	10	7	70
E	10	7	70
Total	100		700

El accionista mayoritario ordinariamente desea copar el máximo de cantidad de directores, un errado cálculo lo podría llevar a pretender obtener la totalidad de asientos del directorio, como se describe en el siguiente ejemplo:

Mayoría sin acumular			
Accionista	**Nº de Votos**	**Directores q' pretende**	**Distribución de votos a c/u**
A	357	7	51

De presentarse el caso anterior, los accionistas minoritarios pueden agruparse y acumular sus votos en el número de directores que calculan colocar para lograr la mayoría de asientos en el directorio:

Minoría acumulando			
Accionista	**Nº de Votos**	**Directores q' pretende**	**Distribución de votos a c/u**
B+C+D+E	343	5	68.6

Como se aprecia, en este caso, los accionistas minoritarios habrían logrado cinco asientos de un total de siete.

Una adecuada utilización del sistema de voto acumulativo puede reflejar la composición del accionariado en forma proporcional al capital invertido, en este caso, la minoría lograría 3 asientos y la mayoría 4 asientos de los 7 directores a elegir, como a continuación ilustramos:

Mayoría acumulando			
Accionista	**Nº de Votos**	**Directores q' pretende**	**Distribución de votos a c/u**
A	357	4	89.25
Minoría acumulando			
Accionista	**Nº de Votos**	**Directores q' pretende**	**Distribución de votos a c/u**
B+C+D+E	343	4	
	270	3	90
	73	1	73

Cuando afirmamos, que el uso incorrecto del sistema del voto acumulativo puede traer como consecuencia el ser despojado del control de la sociedad, no es solo especulación, en los Estados Unidos se presentó el "Caso PIERCE vs. COMMONWEALTH" en 1883. Se trataba allí de elegir 6 miembros de un Directorio, en una votación en la cual la mayoría tenía el 52,79% de las acciones (con derecho de voto) y la minoría tenía el 47,21%. Pero la minoría

concentró sus votos sobre cuatro candidatos, y la mayoría los distribuyó sobre seis (igual número de vacantes a llenar); como consecuencia, los cuatro candidatos votados por la minoría obtuvieron, cada uno mayor número de votos que cualquiera de los candidatos de la mayoría, que igualaron los votos entre sí. Como resultado, fueron considerados elegidos los cuatro candidatos de la minoría y ninguno de la mayoría (por haber empatado todos ellos entre sí). No satisfechos con este resultado, y dado que cuatro directores constituían quórum, el nuevo Directorio se reunió y declaró desplazado al anterior[439].

El temor a este sistema de elección generó medidas defensivas como por ejemplo: la reducción del número de directores, pues, toda reducción del número de directivos trae como consecuencia que un "grupo" de accionistas que contaba con representación en el Directorio (o con derecho a lograrla) deje de tenerla; otra de las medidas defensivas consistía en la Renovación Escalonada del directorio, mediante esta medida el Directorio se renovaba por tercios cada año, siendo necesario el control de mas de un cuarto de tales votos para imponer un director en cada una de estas ocasiones; se dice que la "Renovación Escalonada" pone freno a la apetencia de grupos insurgentes al obligarlos, no sólo a obtener la victoria en una asamblea, sino a reiterar este predominio en varias consecutivas, multiplicando grandes costos y arriesgadas inversiones, que serían necesarias para enfrentar exitosamente la lucha por el control de la sociedad anónima[440].

12.5 El voto acumulativo y la legislación nacional

El Art. 158º de la derogada Ley de Sociedades, establecía que las sociedades que no tengan Consejo de Vigilancia, están obligadas a constituir su directorio con representación de la minoría. Para obtener tal representación, diseña el siguiente mecanismo "cada acción da derecho a tantos votos como directores deban elegirse y cada votante puede acumular sus votos a favor de una sola persona o distribuirlos entre varias", dispone que "serán proclamados directores quienes obtengan el mayor número de votos, siguiendo el orden de éstos", y evitando nueva votación, preceptúa que en el caso que dos o más personas obtengan igual número de votos y no puedan todas formar parte del directorio por no permitirlo el número de directores fijado en el estatuto, se decidirá por sorteo cuál o cuáles de ellas deben ser los directores. Igual sistema de participación de la minoría, se aplicará en cada una de las votaciones de las juntas especiales de accionistas que representen a cada clase de acciones con derecho a elegir un número determinado de directores por separado.

Evaluando la bondad de esta norma legal, dice Elías Laroza, que ha sido francamente beneficioso en la vida de las sociedades anónimas, ya que se determina un régimen de participación de las minorías en el Directorio a través de un sistema de elección, y que de lo que se ha comprobado, en la práctica profesional, que en el Perú ha funcionado[441]. Por tal motivo, la legislación

[439] LE PERA, Sergio. Ob. cit Pág 36
[440] LE PERA, Sergio. Ob. cit Págs 43, 44, 45, 46 y 84.
[441] ELIAS LAROSA, Enrique. "La protección del inversionista .... Págs. 101y 102

vigente, en el artículo 164, reproduce con ligeras variantes lo establecido por el artículo 158 de la ley anterior.

13. Acciones sin derecho de voto

13.1 Antecedentes

Garrigues y Uría señalan que, el principio de que todo accionista tiene derecho a participar en la gestión de los asuntos sociales a través de las deliberaciones de la junta general ha sido ratificado en las modernas legislaciones europeas y si bien es cierto que las legislaciones admiten la posibilidad de que se emitan acciones privilegiadas sin voto, lo aceptan como excepciones que no empañan la pureza del principio[442].

Estas excepciones son expresiones legislativas, que tienen su sustento en una corriente doctrinal de manifiesta importancia, propugnó la restricción del derecho de voto de los pequeños accionistas, por ello, merecen ser estudiadas.

En la Ley alemana de 1937, se preveía la posibilidad de crear acciones preferentes sin voto, siempre que éstas no excediesen de la mitad del capital nominal total, pero adquirían tal derecho de voto, si se dejaban de pagar durante un ejercicio, el dividendo previsto (artículos 115 y 116). En la Ley de 6 de septiembre de 1965 (artículos 139, 140 y 141), se sigue autorizando la creación de acciones preferentes sin voto, que lo adquieren si existen atrasos, aunque sean de un solo año[443]. Al parecer no han tenido una acogida en la práctica societaria alemana, por que, aparentemente, no se habría atribuido a las acciones sin voto un dividendo lo suficientemente atractivo como para justificar, de un lado, la privación del derecho de voto y, de otro lado, el menor valor de cotización de aquellas en la Bolsa[444].

En el Código Civil italiano (artículo 2.351) se permite la creación de acciones preferentes en los beneficios y/o en la cuota liquidatoria, denominándolas acciones de ahorro, privando a sus tenedores del derecho a voto, se concede, además de las mencionadas ventajas patrimoniales, beneficios de índole fiscal, otorgando derecho de voto en las Juntas destinadas a tomar acuerdos sobre modificaciones del acto constitutivo, emisión de obligaciones, y nombramiento y revocación de liquidadores, así como un control externo público que verificaría la exactitud y veracidad de la información; de otro lado, estas acciones de voto limitado, no pueden exceder de la mitad del capital nominal de la Sociedad[445].

En Francia se intentó de introducir las acciones sin voto en la ley de 1966, fueron permitidos en la ley del 13 de Julio de 1978 y modificado el 03 de Enero de 1983.

---

[442] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios.... Pág 418
[443] PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit.Pág 89
[444] SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Pág 20
[445] Ver: PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit..Pág 89 y SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Pág 21

En España el Art. 90 y siguiente del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, que entró en vigencia el 01.01.90, regula las acciones sin derecho de voto con las siguientes características: emisión facultativa, importe nominal no superior a la mitad del capital pagado, confiere como derecho preferente la percepción de un dividendo anual mínimo condicionada existencia de beneficios distribuibles, y la recuperación del voto si no se distribuyen utilidades o en cualquier modificación estatutaria que lesione, directa o indirectamente, sus privilegios, las que deben ser aprobadas por la mayoría de las acciones sin voto.

El Derecho Comunitario Europeo dispone, como principio general, que el derecho a voto es proporcional a la parte del capital suscrito representado por la acción, no obstante, permite a los Estados miembros limitar o excluir el derecho de voto para aquellas acciones que atribuyan ventajas especiales y que deben ser de carácter patrimonial[446].

La Ley brasileña de Sociedades de 1940, faculta la creación de acciones preferentes sin derecho de voto o con voto restringido, que lo recuperan en el caso de falta de pago de bs dividendos. Las acciones ordinarias, o sea las que tienen el pleno derecho de voto, se reservan a los sectores económicos más importantes del país, para los nacionales[447].

La práctica norteamericana ha implantado las *non voting shares*, o acción sin derecho de voto, hace ya muchos años, su utilización se ha hecho mucho más amplia desde 1910. Generalmente se les concede el carácter de acciones preferentes, aunque también pueden ser ordinarias (El derecho a voto al parecer no sería esencial a la condición de accionista), pero en este caso, tales acciones son miradas con cierto recelo en la Bolsa, incluso, no se admiten a cotización. En Inglaterra, la *Companies Act* de 1985 establece la exclusión del voto de las acciones, pero no la condiciona con el otorgamiento de ventajas patrimoniales, pudiéndose emitir tanto acciones ordinarias sin derecho de voto como acciones preferenciales sin ese derecho[448].

En el Perú el antecedente más lejano se puede encontrar en el D.S. 089-87 EF, este dispositivo legal autorizó la emisión de acciones sin derecho a voto a Sociedades Anónimas Abiertas con acciones colocadas a través de la Bolsa en mas del 50% de su capital social y un mínimo superior a 100 accionistas. Las mencionadas acciones sin derecho de voto tendrían los siguientes derechos: Rentabilidad anual garantizada no menor al 50% de la tasa de interés activa, para préstamos a largo plazo, sujeta a la existencia de utilidades; derecho a voz en las Juntas Generales de Accionistas; derecho a voto en los supuestos de suspensión de cotización en bolsa, de pérdida de la inscripción, transformación, fusión, disolución, traslado de sede, retiro de cotización, reducción del capital. El D.S. 089-87 EF fue derogado al entrar en vigencia el D.L. 755, Ley del Mercado de Valores, que solo esbozó la existencia de las acciones sin derecho a voto, mas no preveía una regulación Integral en cuanto a ella.

[446] SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin .... Págs 21, 22 y 23
[447] PEDROL RÍUS, Antonio.Ob. cit..Pág 91
[448] Ver: PEDROL RÍUS, Antonio.Pág 86 y SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Pág 20

La Ley 26356, que modificó la derogada Ley General de Sociedades, otorgaba, a cambio del voto, derechos patrimoniales consistente en la distribución preferencial de utilidades, prescribiendo el recupero del derecho de voto en los casos de incumplimiento de la distribución preferencial de utilidades, suspensión o retiro de cotización en bolsa, transformación, fusión, escisión, disolución, traslado de sede, reducción del capital y cuando se pretenda modificar o excluir sus derechos[449].

La vigente Ley General de Sociedades (Ley No. 26887), permite crear una o más clases de acciones sin derecho a voto a cambio de los siguientes privilegios: derecho a percibir el dividendo preferencial; obligatoriedad de la distribución del dividendo preferencial existiendo utilidades distribuibles y en caso de liquidación de la sociedad, confieren a su titular el derecho a obtener el reembolso del valor nominal de sus acciones, descontando los correspondientes dividendos pasivos, antes de que se pague el valor nominal de las demás acciones (artículos 94, 96 y 97) y tiene derecho de voz y voto en las juntas especiales, en caso que los acuerdos de la junta general afecten sus derechos particulares (artículo 132).

13.2 Definición y naturaleza jurídica

13.2.1 Definición

Las acciones sin voto constituyen un instrumento para la financiación de las sociedades cuya característica fundamental es permitir la obtención de fondos propios (capital social) sin que los aportantes puedan participar en la adopción de acuerdos sociales[450], brindándoles a cambio, privilegios de índole económico patrimonial, pudiendo consistir en un dividendo preferente frente al de las restantes acciones, un dividendo anual mínimo, y/o una preferencia en el reparto del patrimonio resultante de la liquidación de la sociedad.

13.2.2 Naturaleza Jurídica

Por las características peculiares de las acciones sin derecho a voto, se pretende desconocer su condición de acción, identificándola con las obligaciones y con otros títulos de participación patrimonial; sin embargo, los atributos que detenta, confirman la naturaleza jurídica propia de las acciones; tales atributos son: se computan y forman parte del capital social, el titular de estas acciones, como cualquier otro socio, realiza una aportación social que pasa a integrar el referido capital social; participa en los resultados, prósperos o adversos, de la actividad económica desarrollada por la sociedad; su derecho económico fundamental, a pesar de ser privilegiado, no desborda los límites de una participación en las ganancias sociales y los demás socios no se ven privados del derecho a participar en tales ganancias sociales; soporta las pérdidas sociales hasta el límite de su aportación, si bien con posterioridad a los restantes accionistas, y disfruta de todos los demás derechos integrantes de la condición de socio, tanto administrativos como patrimoniales, con la excepción

[449] Ver: FARIAS PRECIADO, Jhonny: Un óptimo sistema de financiamiento empresarial. "El Peruano" del 28/09/94. Pág B-9. y SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Pág. 34

[450] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 392

del derecho a voto, salvo para la constitución de juntas especiales en caso que los acuerdos de la junta general pretenda modificar o excluir sus derechos particulares. En otras legislaciones recuperan el derecho de voto, en los casos de incumplimiento de la distribución preferencial de utilidades, suspensión o retiro de cotización en bolsa, transformación, fusión, escisión, disolución, traslado de sede, reducción del capital[451].

13.3 Fundamentos

13.3.1 Desarrollo de las relaciones internas de la sociedad anónima

La sociedad anónima, nace en el siglo XVIII a imagen de la Monarquía absoluta y tenía dependencia frente al Estado, ya que su creación obedecía a un acto del Rey[452]

En el siglo XIX, la sociedad anónima asimila el régimen parlamentario y democrático pero implantando una pura democracia capitalista por la que el Poder se adjudica exclusivamente en función del capital poseído y apartando cualquier factor de tipo personal, las "Juntas generales en las anónimas están constituidas por sacos de dinero que deliberan" y empiezan a hablarse del status de socio como de un estado de ciudadanía con sus derechos inderogables. Las sociedades anónimas logran tener su independencia frente al Estado y su constitución depende fundamentalmente de la voluntad de sus accionistas[453].

GARRIGUES[454] dice que a mediados del siglo pasado, la línea de la evolución histórica de la sociedad anónima parecía que se cerraba sobre sí misma y volvía a su punto de partida, esto es, a una estructura aristocrática representada por los grandes dirigentes de las compañías en el estado y la propia sociedad anónima volvió a sufrir la intromisión creciente del Estado. Esta situación fue originada por la difusión del accionariado y la necesidad de especialización de sus directivos, que trasciende el funcionamiento de la junta Generales y los intereses de los accionistas.

La Junta General continúa siendo, en la legislación de sociedades, el máximo instrumento de formación y expresión de la voluntad social, el órgano encarnador del poder supremo, cuyos acuerdos, tomados por simple mayoría, obligan a todos, administradores y accionistas, incluso a los ausentes y a los que hayan votado en contra; pero, la intervención directa en la vida económica de la sociedad está en manos de los administradores, éstos son los verdaderos señores de la empresa: los que hacen y deshacen, dirigen y ejecutan. En realidad, la junta sólo ejerce sobre su gestión, un control posterior, censurando la memoria, las cuentas y el balance de cada ejercicio social.

En las sociedades anónimas abiertas, la agrupación de grandes masas de accionistas, fácilmente cambiantes por la movilidad de las acciones, muchas

---

[451] Ver: MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Págs. 396 y 400; SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Págs 25 y 26

[452] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo ... Pag. 121.

[453] Ver:GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 121. y PEDROL RÍUS, Antonio.Ob. cit..Pág 60

[454] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 121.

veces alejados de la sede social o interesados en la sociedad por mero afán especulativo, la falta de conocimiento directo de los negocios y actividades de la sociedad, que se limita a informar de año en año a los socios en las juntas generales ordinarias con motivo de la aprobación de las cuentas y balances, la limitación de las materias sobre las cuales son llamados a opinar los socios y la dejación que hace el pequeño accionista de sus derechos, constituyen una serie de concausas que han llegado a reducir la importancia práctica de las juntas generales y a rebajar su función[455].

Para comprender tal problema, se necesita observar el modo de funcionar de las juntas generales, especialmente de las grandes sociedades, en las cuales el capital está muy fraccionado, de manera que es difícil obtener una afluencia considerable de accionistas a las asambleas; se puede comprobar un altísimo ausentismo de los pequeños accionistas, a los cuales, más que el control sobre la marcha de la gestión social, les interesa la cuantía del dividendo: dividendo que ellos perciben, aun sin intervenir en la asamblea, mientras que con tal no intervención, pierden la función más importante desde el punto de vista social, que es el indicado control[456].

Es por ello que, resulta imposible que la Junta General sea la reunión de los socios que acuden a ella para contribuir con sus opiniones a una acertada política de dirección de la empresa y que después de oír las opiniones de los demás, formen en definitiva su criterio sobre los asuntos debatidos y emitan entonces el voto correspondiente[457].

La minoría gobierna con una apariencia democrática, recabando y obteniendo, mediante los bancos, las delegaciones de voto de la mayoría inhibida, delegaciones prácticamente en blanco que le permiten votar con arreglo a su personal y soberano criterio, en tal sentido, resulta que la Junta ha dejado de ser una Junta de socios para convertirse en una reunión de representantes de socios, con la extraña particularidad de que el representante no actúa ni siguiendo instrucciones de su representado, ni interpretando un criterio del que el representado carece, ni siquiera sintiéndose ligado a un deber de protección a los intereses de aquél.[458].

El poder efectivo ha pasado de la Junta General al Directorio, compuesta por personas a quienes los accionistas ni siquiera eligen y ni conocen. La atribución del poder de voto al capital no le da a éste el verdadero mando de la empresa. Y la democracia accionista se traduce, al final, en un simbólico derecho de aprobación de lo actuado a sus espaldas[459].

En síntesis, la Junta de Accionistas se ha convertido en una especie de comedia bien representada para el goce de escaso público, con escaso número de asistentes, aunque no de escaso número de capital por la intervención de los bancos (delegación del voto); las propuestas de los Directorios se aprueban sin debate y por aclamación que excusa la votación;

[455] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios .... . Págs 494 y 495
[456] MESSINEO, Francesco.Ob cit.. Pág 453
[457] PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit..Pág 61
[458] PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit. Págs 62 y 63
[459] PEDROL RÍUS, Antonio.. Ob. cit. Pág 68

no se lee la memoria, no se interesa nadie por las cuentas. Lo que demostraría que la organización democrática de la sociedad anónima habría fracasado[460].

Los accionistas de la sociedad anónima, se pueden clasificar en dos grupos que tienen distintos intereses y efectos sobre el funcionamiento de la sociedad (accionistas de control y los pequeños inversionistas), es por ello que desarrollaremos un breve estudio sobre el particular, en los párrafos siguientes.

El capital de control de mando o dirigente, se ubica en poder de los grandes accionistas[461]; éstos tienen vocación y finalidad empresariales, su interés se encuentra en la empresa misma y aspiran por eso a participar en ella de un modo permanente, influyendo o dominando su dirección. Estos accionistas y los administradores designados por ellos, aspiran a consolidar la empresa y a su capacidad de autofinanciación, siendo por ello renuentes a la política de distribución de importantes y frecuentes dividendos. La motivación en la adquisición de acciones es el control social, sea individual o colectivamente, supuesto que entraña una operación empresarial.

La mayoría de los pequeños accionistas, al adquirir las acciones, no propugnan ejercer influencia en la marcha de la empresa y participar de manera activa en la administración social, sino que únicamente quieren colocar su capital con las acciones[462], a fin que les produzca algún dividendo o les permita obtener alguna plusvalía[463]; abandonando el aspecto social y el ejercicio de los poderes sociales porque no tienen interés suficiente, ni la capacidad para el ejercicio de tal derecho[464].

Los pequeños accionistas, a pesar de tener los derechos de voto y asistencia a las juntas generales, no hacen uso de estos derechos, ya que se encuentran desprovistos de interés y al faltarles tal interés, no tienen estímulo alguno para intervenir en la marcha de la sociedad, generando el ausentismo en las Juntas Generales. Las causas de tal ausentismo se desarrollará de inmediato.

Los accionistas poseedores de pequeños paquetes de acciones que no tienen suficiente interés para seguir de manera eficiente los problemas cada vez más difíciles y la administración cada vez más complicada de las grandes empresas[465], reconocen en los grandes accionistas y en los administradores sociales designados por éstos, a las personas idóneas para esa labor, tomando conciencia de su pequeña importancia en la toma de decisiones por la Junta de Accionistas. También al accionista le parece cómodo que los Administradores le eviten la molestia de acudir a la Junta, si además la Sociedad tiene vínculos con una entidad que desarrolla actividad bancaria y el accionista recibe o espera recibir créditos de dicho Banco, acompañará la delegación con una carta especialmente amistosa para los directores[466].

---

[460] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 139.
[461] SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Pág 14
[462] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 71.
[463] PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit.. Pág 62
[464] PEDROL RÍUS, Antonio.Pág 90
[465] PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit.. Pág 62
[466] PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit.. Pág 65

La incorporación de la cualidad de socio a un título valor y la fácil enajenabilidad de éste título, trae como consecuencia, que los socios cambien constantemente, sin tiempo para tomar algún apego de interés social[467]. Por otro lado, el pequeño accionista, que probablemente posee varios grupos de acciones en distintas sociedades, no puede cada vez que llega el día de una junta ordinaria o extraordinaria, interrumpir su actividad por la mañana o por la tarde para asistir a ella[468]. En estas condiciones, su presencia en la Junta general carecería de sentido y no se justificaría siquiera un desplazamiento, a su cargo, hasta el lugar de la reunión.

Finalmente, entre otras causas de ausentismo a las Juntas Generales, se encuentran: la imposibilidad física de reunir en un solo local a todos los accionistas; la dispersión geográfica de los mismos; las labores que les impide asistir a una Junta; el gasto que ello implica[469].

13.3.2 La acción sin derecho de voto como alternativa a la quiebra del principio democrático

Pedrol considera que la creación de acciones preferentes sin voto obedece al reconocimiento del hecho de que existe una gran masa de accionistas desprovistos de todo interés por la gestión social y con mentalidad puramente inversora o especulativa, afirma este jurista que, adjudicarles un derecho de voto a estos accionistas produce como resultado facilitar el falseamiento de una supuesta voluntad mayoritaria y permite que ese derecho de voto disperso juegue en favor de los directores o administradores de la sociedad y de los Bancos vinculados a aquellos; es por ello que propone que se debe dejar que la voluntad social se forme por quienes realmente están interesados y quieren conocer la marcha del negocio; contrariamente, a esta masa sin *affectio societatis*, que percibe a la acción puramente como un título en el que invierte sus ahorros o permite la especulación, se le debe privar del derecho de voto a cambio de un privilegio que les asegure una percepción preferente de los beneficios y un cobro preferente en el evento de liquidación[470].

13.3.3 Otras funciones

Menéndez y Beltrán[471] mencionan, que la función genuina de las acciones sin voto, en el momento constitutivo de las sociedades, consiste en permitir el control de la sociedad por un grupo minoritario cualificado (de carácter estatal, nacional, familiar, etc.), mientras que la creación de estas acciones con posterioridad al nacimiento de las sociedades permite a estas entidades la obtención de nuevos fondos propios sin el riesgo consiguiente para el grupo dominante de perder el control de la sociedad.

Estas acciones constituyen, también, un poderoso instrumento de protección preventiva contra las Ofertas Públicas de Adquisición de acciones (OPA), ya que si una parte del capital social se encuentra privada del derecho de voto, se

[467] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag.70
[468] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 72
[469] SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Pág 17
[470] PEDROL RÍUS, Antonio. Ob. cit. Pág 88
[471] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 392 y 393

dificultará su realización. También la emisión de acciones sin voto puede influir negativamente sobre el mercado de valores al obstaculizar una asignación eficiente de los recursos.

Asimismo, se dice que su emisión interesa también a la economía en general como un medio de romper con la creciente tendencia al endeudamiento de las empresas; presentándose como un instrumento más de recapitalización, incluso de reorganización y reestructuración empresarial, que permite adecuar la relación entre fondos propios y fondos ajenos. Aunque las acciones ordinarias o con derecho de voto cumple igual papel.

Finalmente, la emisión de acciones sin voto puede beneficiar también a los ahorradores, que encuentran en ellas una nueva fuente de ahorro, caracterizada, en principio, por una alta rentabilidad vinculada a los beneficios sociales.

Se debe tener en cuenta, que el éxito de la emisión de estos valores dependerá que los privilegios legales puedan "compensar" la disminución de valor que implica la ausencia (o limitación) de su poder político (el voto).

13.3.4 Función que se pretende que cumpla en el Perú

Bardella en 1978 describía una de las principales causas que impiden el desarrollo de las sociedades anónimas y el mercado de valores en el país, señalando que la mayoría de acciones no se cotizan en la bolsa o que las pocas que se cotizan no se mueven de manera efectiva debido a que sus actuales propietarios, son muchos casos, integrantes de grupos familiares cerrados y que no quieren contar con participaciones ajenas al grupo; para esta circunstancia propone la creación de acciones preferenciales sin derecho a voto pero con dividendo garantizado, cuya emisión permitiría a los grupos de familiares antes referidos, a recurrir al mercado sin perder el control de sus empresas[472]. Este diagnóstico y recomendación efectuada hace más de dos décadas han sido reproducidos en estos últimos años por Salas Sánchez[473] y Vidal Ramírez[474].

Otro de los motivos, es dar como una alternativa a otros títulos de participación patrimonial, porque tenemos en el Perú el régimen de las acciones de trabajo, que es un régimen que tiene cotización en bolsa y que justamente goza de un margen importante de negociación en bolsa[475].

Pero la realidad demuestra que las acciones sin derecho a voto, a pesar que su vigencia data de 1995 con la ley La Ley 26356, no se utilizaron mayormente[476]; situación que se ha mantenido constante, a pesar de que la Ley General de Sociedades lo ha regulado detalladamente.

---

[472] BARDELLA, Gianfranco. Banca y Bolsa. Revista del Instituto Peruano de Bancario. Diciembre 1978. Pag. 78 y 79

[473] SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin .... Págs 39

[474] VIDAL RAMIREZ, Fernando. Derecho Societario. VALORES.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV. Año VII Nº20. Enero-1996.. Pág 70

[475] FERRERO DIEZ CANSECO, Alfredo: Sociedades Abiertas Cerradas, Acciones sin Voto VALORES.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV. Año VII Nº20. Enero-1996.. Pág 69

[476] Suplemento Especial de "El Peruano" del 21/05/96. "Instrumentos de Renta fija se incrementarán en 1996" (Entrevista periodística a Yagui Tamona, Alberto presidente de CONASEV).

13.3.5 Reparos a considerar

El derecho de voto, ordinariamente, es considerado un derecho político por excelencia, sin reconocerle su contenido patrimonial, desde ese punto de vista se menciona que las acciones sin voto implican la ruptura con el dogma fundamental de la organización de poderes en el seno de la sociedad anónima tradicional, regida democráticamente por la voluntad mayoritaria de los socios en régimen de igualdad de derechos[477] y que la consideración del voto como derecho mínimo del accionista queda reducida ahora a la simple declaración de ese derecho[478]

Se ha podido determinar anteriormente, que el derecho de voto es un derecho político con aspectos patrimoniales y además susceptible de ser patrimonializado, en ese sentido, se puede entender que si la mayoría pretendiera suprimir o limitar la facultad de votar a un número de acciones cualquiera, sólo podrá hacerlo, si contemporáneamente les concede el correspondiente privilegio patrimonial y articula con todas ellas la oportuna categoría especial, ya que cualquier otra supresión o limitación del voto queda fuera del poder mayoritario[479]; Asimismo, se debe mencionar que las acciones ordinarias (con derecho de voto) tienen en el derecho de voto un derecho que puede ser económicamente atractivo, como en las ofertas públicas de adquisición (OPA) o ser objeto de acuerdos entre accionistas o con terceros.

Garrigues expresa, que las llamadas "acciones de ahorro" o sin derecho a voto, se deben emitir a condición de que se limite a un determinado porcentaje del capital y que se respete el derecho de los accionistas a transformar las acciones sin voto en acciones ordinarias, pues, no se debe olvidar que los accionistas quieren seguir siendo siempre accionistas; quieren tener en potencia el derecho de intervenir en la marcha de la sociedad, aunque no lo ejerciten; no quieren reducirse a la condición de meros obligacionistas que prestan su dinero y no tienen más derecho que el de la distribución de su préstamo[480].

13.4 Características

Las acciones sin derecho de voto presentan las siguientes características:

a) Acción privilegiada.- Las acciones sin voto son acciones legalmente privilegiadas; esta característica se concibe como la principal contrapartida de la ausencia (o limitación) de poder que la privación del voto lleva implícita[481]. Se debe señalar que, si las acciones de voto limitado son privilegiadas, no todas las acciones privilegiadas son necesariamente acciones sin derecho de voto[482]. Se debe tener en cuenta que la acción privilegiada es el género y la acción sin derecho de voto es la especie.

---

[477] URÍA, Rodrigo. Obra citada. Pág. 278
[478] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 146
[479] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 148
[480] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo..... Pag. 198.
[481] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 400
[482] MESSINEO, Francesco. Ob. cit..Pág 414

Los estatutos pueden ampliar la extensión de los privilegios legales en relación con todas las acciones sin voto, o con una parte de ellas, creando clases -e incluso series- de las mismas; pero el "diferente contenido de derechos" que caracteriza a cada clase, debe respetar siempre los privilegios legalmente atribuidos[483]. Los privilegios de las acciones preferentes, por definición, sólo pueden referirse a derechos de contenido patrimonial[484].

b) Ausencia del voto.- Las únicas acciones que pueden ser privadas del derecho de voto son aquellas a las cuales se ha otorgado algún privilegio patrimonial[485]; los accionistas sin voto no contribuyen a formar la voluntad social y por tanto, no participan con su voto en la adopción de acuerdos, cualquiera que sea su naturaleza, con excepción de aquellas modificaciones estatutarias que lesionen sus derechos; ya que pertenecen al género de las acciones privilegiadas y para la modificación estatutaria de sus privilegios deben contar con la aprobación de estas en juntas especiales. Como se observa, la privación del derecho de voto no es total, porque este derecho existe siempre que la sociedad pretenda realizar una modificación estatutaria que lesione los derechos de esta categoría de acciones. Por otro lado, la privación del derecho de voto ha de ser general; no es posible llevar a cabo exclusiones parciales del mismo (ejemplo: limitar su ejercicio a determinado tipo de acuerdos o a determinadas juntas), ni atribuir un derecho de voto disminuido, pues estaríamos entonces ante un reconocimiento encubierto o indirecto de acciones de voto plural, no admitida en principio por la ley[486].

En nuestra legislación derogada (ley 26356), así como en la ley Española, Argentina e Italiana, el derecho de voto se recupera cuando el dividendo mínimo previsto legal o estatutariamente no sea acordado por la junta general, en el caso de que no reciban el beneficio en que consista su preferencia, cuando el capital social se reduzca por pérdidas con la consecuencia de que amorticen todas las acciones comunes, o si cotizaren en bolsa si se suspendiere y mientras dure la suspensión, o si se retira la cotización, igualmente, estas acciones tienen un voto en las asambleas en que se trate la transformación, prórroga o disolución anticipada de la sociedad, la transferencia de su domicilio al extranjero, el cambio fundamental de su objeto, la fusión propiamente dicha, la escisión, la reintegración total o parcial del capital, la constitución de reservas que no sean legales cuando exceden del capital y las reservas legales[487].

c) Conserva los demás derechos inherentes a la acción.- Las acciones sin voto, además de la preferencia o privilegio, participa junto a las demás acciones ordinarias, en el reparto de utilidades y en el del patrimonio neto resultante de la liquidación y gozan de todas aquellas facultades vinculadas a la condición de socio, se trate de derechos de carácter

---

[483] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 401
[484] SANCHEZ ANDRES, Anibal Ley de S... .Pág 64
[485] ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor.Ob. cit.. Pág 332
[486] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 397
[487] Ver: URÍA, Rodrigo, Ob. cit..Pág. 278; MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 397; ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA. Ob. cit...Pág 332; MESSINEO, Francesco. Ob. cit..Pág 414

individual, ya de otros derechos atribuidos a una minoría, siempre que no se encuentren indisolublemente unidas al derecho de voto; ello significa, que el accionista sin voto no queda desprotegido, porque disfruta de los sistemas de tutela atribuidos a todas las acciones.

La ley reconoce todos los derechos de socio que tienen una finalidad tuitiva, ya sean de carácter individual (derecho de información, derecho de separación, derecho de impugnación de acuerdos sociales, etc.) o atribuidos a las minorías. La ausencia del derecho de voto no puede considerarse como un obstáculo a la legitimación activa para impugnar, pues ambos derechos, aunque complementarios, son independientes[488]

A continuación se comentará que algunos de los derechos que conserva esta clase de acciones con características particulares:

c1) Derecho de Suscripción preferente de acciones en caso de aumento de capital

En caso de aumento de capital, corresponde a las acciones sin voto el derecho de suscripción preferente sobre cualquier clase de acciones y de obligaciones convertibles que emita la sociedad, en la misma proporción y condiciones que a las restantes acciones[489]; es por ello que el artículo 96 de la Ley de Sociedades dispone que a los titulares de estas acciones se les concede el derecho a suscribir acciones con derecho a voto a prorrata de su participación en el capital, en el caso de que la junta general acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones con derecho a voto; asimismo, tienen el derecho a suscribir acciones con derecho a voto de manera proporcional y en el número necesario para mantener su participación en el capital, en el caso que la junta acuerde que el aumento incluye la creación de acciones sin derecho a voto, pero en un número insuficiente para que los titulares de estas acciones conserven su participación en el capital; del mismo modo, tienen derecho a suscribir acciones sin derecho a voto a prorrata de su participación en el capital en los casos de aumento de capital en los que el acuerdo de la junta general no se limite a la creación de acciones con derecho a voto o en los casos en que se acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones sin derecho a voto; finalmente, tienen derecho a suscribir obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones, a prorrata de su participación de las obligaciones o títulos convertibles.

Menéndez y Beltrán consideran que cuando un acuerdo de aumentar el capital social se realiza mediante la emisión de acciones con voto y de acciones sin voto, el derecho de suscripción preferente sobre las acciones de cada una de esas clases corresponde a los titulares anteriores de acciones de la misma clase, siempre que se respete la

[488] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Págs 434, 435,441
[489] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Págs 435 y 436

proporcionalidad entre una y otra clase, pues la función del derecho de suscripción preferente estriba tanto en mantener el valor real de la acción como en conservar el statu quo preexistente[490].

c2) Impugnación de acuerdos de juntas generales y especiales

Este derecho tiene una finalidad tuitiva, en los casos de acciones sin derecho a voto, la impugnación sólo puede ser interpuesta respecto de acuerdos que afecten los derechos especiales de los titulares de dichas acciones, tal como lo señala el artículo 140 de la Ley. Lo que se impugna es el acuerdo social, que tiene en estos supuestos naturaleza compleja, ya que para tener validez los acuerdos que afecten los derechos especiales, tiene que existir el acuerdo especial de los accionistas sin derecho de voto, si ello no se produce o es contrario al acuerdo de la junta general, la decisión de ésta es ineficaz; lo que quiere decir, que no puede ser impugnado separadamente el acuerdo de la junta del acuerdo de la clase (acciones sin derecho de voto)[491]. Las acciones sin voto se tendrán en cuenta también para el cómputo de la minoría legitimada para solicitar la suspensión del acuerdo impugnado.

c3) Derecho de Separación

El derecho de separación constituye un derecho establecido para tutela del socio frente a la mayoría y no puede ser excluido en el acto constitutivo, ni ser abolido o modificado por la mayoría de la junta general de accionistas, sin embargo, luego de presentarse alguna causal de separación, puede ser renunciable. Los acuerdos que concede el derecho a separarse de la sociedad son: el cambio del objeto social; el traslado del domicilio al extranjero; la creación de limitaciones a la trasmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes; la transformación, fusión y escisión de sociedades.

El artículo 200 de la ley atribuye directamente, a las acciones sin voto, el derecho de separación por el mero hecho de ser titular de esa clase de acciones[492].

d) Es una excepción al carácter esencial del derecho de voto.- Las acciones ordinarias dan derecho a un voto, es por ello que existe la imposibilidad legal de que existan acciones ordinarias sin derecho a voto[493]. Una excepción al carácter esencial del derecho de voto son las acciones sin derecho de voto, que constituyen una ruptura del dogma sobre la necesaria correspondencia entre participación en el capital social y participación en la dirección de la sociedad. Se trata de una excepción que viene a sumarse a las limitaciones estatutarias admitidas también por algunas legislaciones extranjeras en materia de derecho de voto[494], a la

[490] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 436
[491] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 447
[492] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 437
[493] ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor. Ob. cit.. Pág 332
[494] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Págs 396 y 397

sanción prevista legalmente para el accionista moroso (Art. 79), al supuesto de adquisición de sus acciones propias y al control indirecto de acciones (Art. 104 y 105).

e) Libertad para la creación, emisión y adquisición.- El artículo 94 de la Ley de Sociedades dispone que puede crearse una o más clases de acciones sin derecho a voto, y ello se puede efectuar en el acto constitutivo o mediante modificación estatutaria. Ello quiere decir que estas acciones pueden ser suscritas o adquiridas derivativamente por cualquier persona, incluso por los accionistas mayoritarios (con voto), o por los propios administradores, con el consiguiente riesgo de que se debilite el derecho de los accionistas minoritarios a participar en el reparto de las ganancias sociales[495].

f) Limites cuantitativos.- Estableciendo diferencias con la legislación extranjera, nuestra ley no señala limites cuantitativos a la creación y emisión de acciones sin derecho de voto, pero ¿qué buscan los ordenamientos extranjeros con tales limitaciones?; a continuación se mencionará algunos de los fundamentos[496] de las mismas:

?? Se trata de impedir que la titularidad de un pequeño número de acciones permita ejercer el dominio de la sociedad, a través de la emisión de un gran número de acciones sin voto, los titulares de estas acciones, al no participar en las asambleas ordinarias, no pueden influir sobre el nombramiento de los administradores.

?? Indirectamente, se protege también al propio accionista sin voto, ya que cuanto menor sea el capital representado por estas acciones, mayores serán las posibilidades de que, de hecho, se satisfagan sus privilegios.

Al no señalar límites a la emisión de acciones sin derecho de voto, podría llegarse a casos absurdos como tener la mayoría de acciones sin voto y con privilegios inexistentes por que se habrían diluido en tales cantidades de acciones. Interpretando creativamente este instituto se podría afirmar que las acciones sin derecho de voto no podrían superar la mitad del capital social.

g) No se computan para el quórum y acuerdos.-De acuerdo a los artículos 94 y 127 de la ley de sociedades, las acciones sin derecho a voto no se computan para determinar el quórum ni para la adopción de acuerdos de las juntas generales. El quórum y la adopción de acuerdos se calcularán, tomando como base el capital social que resulte después de detraer el representado por acciones sin voto[497].

La ley española exige, para la válida constitución de la junta universal, la presencia de todo el capital social y que los asistentes acepten por unanimidad la celebración de la junta, es por ello que Menéndez y Beltrán se preguntan, si la exigencia de la presencia de "todo el capital social"

[495] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 403
[496] Ver: MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 404, y MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Págs. 414, 415
[497] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 398

incluye o no a las acciones sin voto[498]. En la ley peruana no existe tal interrogante, ya que el artículo 120 de la ley exige la presencia de la "totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto", y en este caso, las acciones sin derecho a voto, tampoco se computan para determinar el quórum de las juntas generales.

h) Derecho Especial de Voto.- El haz de derechos vinculados a las acciones sin voto se completa con la atribución de un derecho especial de voto en el caso de modificaciones estatutarias que lesionen directa o indirectamente los derechos de la clase. Este derecho debe ejercitarse a través de una junta especial de accionistas sin voto, debidamente convocada al efecto. Por otro lado, la ley exige el acuerdo de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada, no bastará, que el acuerdo se adopte por la mayoría de las acciones presentes. Cuando sean varias las clases afectadas por la modificación estatutaria, será necesario el acuerdo separado de cada una de ellas.

La modificación estatutaria lesiva exige la concurrencia del doble acuerdo (o del acuerdo múltiple, si existen varias clases de acciones sin voto y todas ellas resultan afectadas), de modo que si el acuerdo especial no se produce o es contrario al acuerdo de la junta general, la decisión de ésta es ineficaz. La necesidad de acuerdo de la mayoría de las acciones sin voto tiene como única finalidad conciliar los intereses de la sociedad y de la clase de acciones.

Para el ejercicio de este derecho especial de voto, la modificación estatutaria debe lesionar los derechos de las acciones sin voto. La lesión puede ir referida tanto a la propia desaparición de la clase (conversión en acciones con voto, transformación en sociedad de responsabilidad limitada, fusión o escisión con entrega de acciones con voto de la nueva sociedad o de la absorbente) como a la modificación perjudicial de sus derechos especiales, es decir, de aquellas facultades que diferencian a estas acciones del régimen ordinario de derechos del accionista.

La atribución del voto no se produce, cuando el acuerdo social de modificación estatutaria ocasiona eventualmente un simple perjuicio de hecho (ejemplo: acuerdos de aumento o de reducción de capital que afecten por igual a todas las acciones, de prórroga de la sociedad, de disolución, de sustitución del objeto, etc.). El doble acuerdo no será necesario tampoco, cuando la modificación estatutaria susceptible de causar perjuicio se encuentre expresamente prevista y autorizada por los propios estatutos (una disposición estatutaria prevé, por ejemplo, la conversión de una clase de acciones sin voto en acciones con voto o una disminución de sus privilegios -dentro siempre de los límites legales- transcurrido un determinado período de tiempo)[499].

---

[498] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 398

[499] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 442, 443, 444, 445 y 446; y ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de Sociedades... Página 262

13.5 Privilegios

a) Dividendo preferencial.- El artículo 97 de la Ley establece, que las acciones sin derecho a voto dan a sus titulares el derecho a percibir el dividendo preferencial que establezca el estatuto. La ley faculta a la sociedad para que libremente diseñe el contenido del dividendo privilegiado. Si la ley estableciera un derecho preferencial mínimo irrisorio, ello, acarrearía que dicha acción no resulte atractiva en el mercado, por lo cual ningún inversionista lo adquiriría; si se estableciera derechos preferenciales excesivos, ello determinaría sacrificios patrimoniales extremos por parte de la sociedad en perjuicio de ella misma, pudiendo significar la muerte de la propia empresa emisora, es por ello que, resulta correcto que se deje esta determinación al libre albedrío de los particulares, o sea, al buen criterio de los inversionistas y ejecutivos financieros de las empresas, a efecto de que plasmen el nivel de rendimiento de la propia empresa emisora[500].

El artículo 96 expresa que la acción sin derecho a voto confiere a su titular el derecho de participar en el reparto de utilidades con la preferencia que se indica en el artículo 97, o sea, que al dividendo preferencial se suma un segundo dividendo equivalente al que corresponde a las acciones ordinarias o con voto[501].

El artículo 97 de la Ley dispone que existiendo utilidades distribuibles, la sociedad está obligada al reparto del dividendo preferencial a que se refiere el párrafo anterior. El carácter esencial del dividendo preferencial se deduce de los términos imperativos del precepto legal; no existe discrecionalidad de la junta, la percepción del dividendo preferencial tiene que ser acordada siempre que existan beneficios distribuibles, ya provengan del mismo ejercicio, ya de reservas de libre disposición, y siempre que el valor del patrimonio neto contable supere la cifra del capital social. Por consiguiente, los administradores incurren en responsabilidad si no proponen a la junta la distribución; asimismo; el acuerdo que incumpla aquel mandato podrá ser impugnado por ser contrario a la ley e incluso, que la falta de acuerdo de la junta podrá ser suplida por la correspondiente resolución judicial[502].

En España, la Ley de sociedades anónimas, que entró en vigencia el 01.01.90, confiere a los titulares de las acciones sin derecho de voto, el derecho preferente a la percepción de un dividendo anual mínimo no inferior al 5% del capital pagado en cada acción sin voto, luego participan en el mismo dividendo que corresponde a las acciones ordinarias. El dividendo mínimo anual está condicionado únicamente a la existencia de beneficios distribuibles. El dividendo mínimo es acumulable, en el supuesto que no haya sido satisfecho en un ejercicio determinado,

---

[500] FARIAS PRECIADO, Jhonny: Un óptimo sistema ... Pág B-9.
[501] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. "Ley de Sociedades y Mercado de Valores". Rev. VALORES Nº20. Edit. FIMART. Lima, Enero 1996. Pág. 65.
[502] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Págs 415 y 416

obligándose a pagar con los beneficios de los cinco ejercicios siguientes, en su defecto, adquieren el derecho a votar en las juntas[503].

b) **Preferencia en el desembolso del valor nominal en caso de liquidación.-** El artículo 97 de la Ley establece que en caso de liquidación de la sociedad, las acciones sin derecho a voto confieren a su titular el derecho a obtener el reembolso del valor nominal de sus acciones, descontando los correspondientes dividendos pasivos, antes de que se pague el valor nominal de las demás acciones. Se trata de una prioridad en la oportunidad del reembolso del valor aportado por el socio cuando la sociedad se liquide; es una preferencia no un privilegio, cobran "antes" pero no "más" que lo que corresponde a las acciones ordinarias, luego de haber satisfecho la deuda a los terceros.

   Se dice que si el capital representado por las restantes acciones -respetando los privilegios que entre ellas puedan haberse establecido- es suficiente para cubrir dichas pérdidas, las acciones sin voto no se verán afectadas, pero como lo hemos advertido antes, debe tenerse en cuenta que, no se podría privar a ningún accionista del derecho a participar en la cuota de liquidación y la ley prohíbe la exoneración de responsabilidad por pérdidas.

c) **Ventajas en la reducción del capital social por pérdidas.-** En España, la Ley de sociedades anónimas, en el caso de reducción del capital social, excluye a las acciones sin voto, salvo que superen el valor nominal de las restantes acciones; se trata de una posición ventajosa respecto de las demás acciones en caso de pérdidas; el privilegio no se extiende a la reducción de capital que no sea consecuencia de pérdidas.

   Chubaneix Belling dice que las pérdidas tienen su origen en operaciones infortunadas derivadas de la acción u omisión de la sociedad, lo que implica responsabilidad de las acciones que tenían a su cargo la administración, es decir las que tenían derecho a voto y por tanto la capacidad de tomar decisión, en su oportunidad, en tal sentido, una reducción de capital por pérdidas, no debería afectar a las acciones sin derecho a voto, ya que ellas no participaron en la toma o no de decisión[504].

13.6 Revalorización del derecho de voto

La sociedad anónima como persona jurídica requiere formar la voluntad social y es el voto el componente sustancial en la formación de la voluntad de la sociedad, es por ello que, todas las acciones ordinarias dan derecho a un voto; con lo cual se está remarcando la imposibilidad legal de que existan acciones ordinarias sin derecho a voto.

En todas las personas jurídicas, la mecánica del poder o dirección está condicionada al sistema de elección y al régimen de mayorías, el secreto del éxito de quienquiera que aspire a su dominación, está en el voto.

---

[503] SALAS SANCHEZ, Julio. Las acciones sin ... Pág 21 y 22
[504] Mauricio Chubaneix Belling. "Acciones sin Derecho a voto y Reducción de capital". Gestión ... Pág 23

El voto, además de que su computo se halla íntimamente ligado a un hecho económico, al aporte al capital social, adquiere valor patrimonial para quienes tienen como expectativa la captura o control de la sociedad, es por ello, que en todos los sistemas económicos del mundo, normalmente las acciones sin voto se cotizan con una rebaja respecto del precio que tienen las acciones que sí gozan de ese derecho[505]. Por otro lado, hemos mencionado, que las acciones ordinarias (con derecho de voto) tienen en el derecho de voto un derecho que puede ser económicamente atractivo, como en las ofertas públicas de adquisición (OPA) o mediante los acuerdos entre accionistas o con terceros.

En la actualidad, los inversionistas institucionales, que son dueños de mas del 50% de las acciones de las empresas más grandes del mundo, a pesar que su finalidad principal es la rentabilidad de este tipo de valores, participan activamente en las juntas generales de accionistas, desterrando el ausentismo que fue la característica del comportamiento de los accionistas en décadas pasadas originados por la dispersión de éstos y por la falta de suficiente interés y que fue el fundamento de la creación de las acciones sin derecho de voto. Lo notable es que estos inversionistas institucionales adquieren no sólo las acciones con derecho de voto sino otros instrumentos con privilegios patrimoniales significativos, que en el futuro podrían ser las acciones sin derecho de voto.

Pretender utilizar las acciones sin derecho de voto, para abrir las sociedades familiares, sin que vaya acompañado con la toma de conciencia del empresariado de las ventajas de la colocación de acciones, tanto ordinarias como privilegiadas, para el financiamiento de los programas de inversión; de su deber de información clara, suficiente y oportuna; y del respeto de los derechos patrimoniales del accionista, llevará inevitablemente al fracaso en el intento de lograr la incorporación masiva de la población a la participación accionariada de las empresas.

14. Conclusiones Preliminares

a) El reconocimiento del derecho de asistencia por la ley, como una facultad protegible en si misma, tiene suficiente fundamento que tal derecho pueda ejercerse desvinculado de la emisión del voto. Asimismo, la regla consistente en que no debe extenderse las limitaciones más allá de los supuestos previstos en la ley, ofrece la ocasión a los socios para ejercer facultades autónomas o complementarias en la junta general de accionistas que no tienen legalmente prohibidas. Por ello se afirma que el derecho de Asistencia presenta rasgos propios y puede presentarse independientemente al derecho de voto.

b) Por medio del voto se forma la voluntad de la mayoría, la cual se identifica con la voluntad de la sociedad. El acuerdo de la junta general es una manifestación de voluntad colegial, el cual es un acto unilateral no recepticio y que debe ser expresado, después del eventual debate, por medio de votación. Con

[505] La práctica norteamericana, que ha implantado las non voting shares o acción sin derecho de voto, estos instrumentos son mirados con cierto recelo en la Bolsa y en los países anglosajones las acciones sin voto o con voto limitado, su negociación bursátil en muchos casos resulta prohibida

el ejercicio del derecho de voto el accionista interviene o influye en la adopción de los acuerdos sociales, elige a quienes dirigen y representan a la sociedad, y controla o puede controlar el desarrollo de la explotación de la empresa de la que es titular la sociedad anónima.

c) En las legislaciones contemporáneas, el ámbito de los privilegios se encuentran circunscritos a los derechos de contenido estrictamente patrimonial y no se proyectan sobre el voto ni otros derechos de naturaleza administrativa (información, asistencia, impugnación de acuerdos. etc.). El voto, en la sociedad anónima, tiene que ser regulado conforme al principio de proporcionalidad, o sea, de acuerdo a la participación en el capital social. En el Perú, los legisladores, para evitar la corruptela de llegar a un voto plural por la vía indirecta, consagraron el principio de un voto por acción y la igualdad del valor nominal de todas las acciones. De acuerdo a dicha regla general, en ningún caso podría quebrantarse el principio de la proporcionalidad entre el capital de la acción y el derecho de voto; debiéndose rechazar, sin excepción, todas las combinaciones que rompan el principio de la proporción entre el capital y el derecho de voto, creando directa o indirectamente un voto plural en favor de determinadas acciones. Sin embargo, la existencia de las llamadas "acciones sin derecho de voto" y la atribución de privilegios en la asignación de determinado número de directores a una clase de acciones, ponen en duda el propósito mencionado.

d) El derecho de voto es un derecho político con aspectos patrimoniales y además susceptible de ser patrimonializado; ello se fundamenta en algunas características de este derecho, entre los que tenemos: En primer lugar, la medida de su ejercicio depende del aporte efectuado; en segundo lugar, la supresión o limitación de la facultad de votar a un número de acciones sólo es posible si les concede el correspondiente privilegio patrimonial; en tercer lugar, las acciones ordinarias (con derecho de voto) tienen en el derecho de voto un derecho que es económicamente atractivo en las ofertas públicas de adquisición (OPAs); asimismo, puede ser objeto de convenio y contratos entre accionistas o con terceros. Se debe diferenciar el derecho genérico de voto y la facultad concreta del ejercicio del mismo; el primero es inseparable de la acción, el segundo es sujeto a la negociabilidad, sea mediante simples delegaciones de voto o mediante duraderas delegaciones de voto a través de un sindicato de accionistas, que se materializa, comúnmente, mediante el otorgamiento de poder irrevocable. Por todo ello, se puede afirmar, que el derecho de voto es un derecho político con aspectos patrimoniales y que además es susceptible de ser patrimonializado.

e) El principio de que todo accionista tiene derecho a participar en la gestión de los asuntos sociales a través de las deliberaciones de la junta general ha sido reconocido por todas las modernas legislaciones societarias y si bien es cierto que se admite la posibilidad de que se emitan acciones privilegiadas sin voto, lo aceptan como excepciones que no empañan la plenitud del principio. Pero cuando la legislación no señala límites a la emisión de acciones sin derecho de voto, podría llegarse a pensar que se podría tener la mayoría de acciones sin voto, pero con privilegios inexistentes por que se habría diluido en las cantidades de acciones. Es por ello, que interpretando creativamente este instituto, se podría

afirmar que las acciones sin derecho de voto no podrían superar la mitad del capital social.

f) El fundamento para la aparición legislativa de las llamadas "acciones sin derecho de voto", que son acciones preferenciales con el recorte del derecho de voto, ha sido el fenómeno presentado en numerosas empresas de los países desarrollados llamadas sociedades anónimas públicas o abiertas, que mostraban una característica: la gran mayoría de accionistas no asistía a las Juntas Genera, pues entre las causas tenemos el poco interés de los pequeños accionistas y la vocación rentista de éstos. Por tal motivo se puede considerar que las disposiciones sobre la creación y emisión de acciones sin derecho a voto sólo debiesen alcanzar a las sociedades anónimas abiertas.

g) Pretender utilizar las acciones sin derecho de voto, para abrir las sociedades familiares, sin que vaya acompañado con la toma de conciencia del empresariado de las ventajas de la colocación de acciones, tanto ordinarias como privilegiadas, para el financiamiento de los programas de inversión; de su deber de información clara, suficiente y oportuna; y del respeto de los derechos patrimoniales del accionista, llevará inevitablemente al fracaso cualquier intento de lograr la incorporación masiva de la población a la participación accionariada de las empresas.

h) El contrato de sindicación de accionistas es un contrato con prestaciones plurilaterales las cuales son autónomas (combinar los derechos de voto, limitar o impedir la trasmisión de las acciones y siendo la finalidad común conseguir o mantener el dominio de la sociedad). Este es calificado como un contrato parasocial, el cual está ligado al contrato principal de sociedad pero por un vínculo de accesoriedad.

i) El convenio de accionistas no puede convertirse en un pacto social, a pesar de que la ley nacional admita que adicionalmente puede incorporarse al estatuto con fines de su inscripción en los Registros Públicos, publicidad y oponibilidad a terceros, estos convenios tienen independencia del pacto social, y su inscripción en el Registro puede efectuarse después de inscrita la escritura publica de constituciones. Su modificación e inscripción en el Registro no significará la modificación de los estatutos, es más, desde el inicio o al modificarse estos convenios pueden estar en contradicción con las cláusulas estatutarias, entonces su validez se ceñirá solo a los que celebraron el convenio. No puede confundirse el sindicato de accionistas con el contrato social, porque éste establece un vínculo entre el socio y la sociedad, mientras que en el contrato parasocial el vínculo viene establecido exclusivamente entre socios; la sociedad simplemente reconoce su validez y cumplimiento respecto a los que han intervenido en ellos. El reconocimiento de la sociedad del pacto de sindicación no significa que tales acuerdos obliguen a otros accionistas ajenos al pacto y a la sociedad, si no que tales acuerdos les son oponibles o sea que deben tener presente su existencia y hacerlo respetar a los accionistas vinculados, salvo que hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, en tal caso prevalecerán estos últimos; siempre el efecto vinculante entre quienes lo celebraron permanece inalterable; es por ello que es un exceso, que el convenio de los socios registrado ante la sociedad pueda establecer causales de

disolución de la propia sociedad, determinar las facultades, atribuciones y responsabilidades de los liquidadores de la sociedad, o fijar los periodos de formulación de balances por otros períodos distintos al anual que los liquidadores deben presentar a la junta general.

j) Cuando el accionista ligado por un pacto, que no implica la representación por un síndico, incumple en el momento de la votación, ello no influye sobre la validez del voto emitido, y el accionista con quien el socio se haya comprometido a votar en sentido determinado, no puede impugnar la validez del voto que entrañe la violación de ese compromiso; sólo podrá ejercitar, en su caso, contra el socio, una acción personal de incumplimiento de contrato. Pero si el pacto de sindicación y el nombramiento del sindico es puesto en conocimiento de la sociedad, la asistencia personal del representado, en este caso el sindicado, a la junta general, no producirá la revocación del poder conferido, o sea, el nombramiento de un síndico con poderes irrevocables por periodos mayores al año, debe ser respetado por la sociedad si se le comunica. Sin embargo, podría erróneamente interpretarse, utilizando los dispositivos del Código Civil respecto a los poderes irrevocables, que haría ilusorio el reconocimiento proclamado por la ley societaria de los pactos entre accionistas, es por ello que merece una precisión legislativa.

k) En la actualidad, con los pactos de sindicación y la presencia cada vez más preponderante de los accionistas institucionales (AFPs, Fondos Mutuos), que son dueños de mas del 50% de las acciones de las empresas más grandes del mundo, la junta general de accionistas empieza a recobrar su función e importancia, o sea, ser el órgano supremo de expresión de la voluntad social; asimismo, el ejercicio del derecho a voto en tales asambleas está regresando, en las grandes sociedades, a ser un medio para la fiscalización de la gestión social. De esta manera se comienza a desterrar el “ausentismo”, que fue la característica del comportamiento de los accionistas en décadas pasadas originados por la dispersión de éstos y por la falta de suficiente interés y que fue el fundamento de la creación de las acciones sin derecho de voto.

Capitulo VIII
DERECHO PREFERENTE DE SUSCRIPCIÓN

1. Fundamentos del Derecho de Suscripción Preferente

1.1 El Accionista y el Patrimonio de la Sociedad

El patrimonio de la Sociedad Anónima comprende inicialmente los aportes de los accionistas (Capital Social); luego de varios ejercicios económicos y de ser próspero el negocio, puede observarse que el activo supera al pasivo, es más, la diferencia entre activo y pasivo empieza a ser superior que el capital social, expresando utilidades y beneficios.

Parte de tales utilidades debe ser destinado, por mandato legal, a componer la Reserva Legal. Por otro lado, la Junta General de Accionistas, puede retraer de las utilidades, antes de ser distribuidas en calidad de dividendos a los accionistas, parte de éstas para formar las reservas facultativas. Estas reservas son parte del patrimonio de la sociedad anónima y sobre este patrimonio el accionista tiene un derecho *expectaticio,* ya sea en los casos de liquidación de la sociedad, en el reparto de tales beneficios, o en el caso de capitalización de las reservas (recibiendo a cambio acciones de nueva emisión).

Como se ha podido apreciar, el derecho del accionista no es, pues, solamente, un derecho a exigir cada año una parte de los beneficios, sino, el derecho a no ser indebidamente privado de sus derechos sobre los beneficios realizados y las reservas constituidas[506].

1.2 Aumento del Capital Social y derechos del Accionista

Toda acción representa virtualmente una cuota del patrimonio social, y no solamente del capital social; cuando la marcha de la empresa social es floreciente y la compañía tiene un patrimonio neto superior a su cifra de capital, cualquier ampliación de capital realizada a la par, en la que los suscriptores se limitan a desembolsar el nominal del título, reducirá proporcionalmente la diferencia entre capital y patrimonio, produciendo la correlativa desvalorización de las acciones antiguas; lo que significa, que una nueva colocación de acciones al valor nominal, cuando el patrimonio social ha crecido, a tiempo que perjudica a los antiguos tenedores, favorece notablemente a los nuevos suscriptores. En la medida en que la cifra de patrimonio se reparte ahora entre un número mayor de títulos, la diferencia entre el valor nominal y el teórico-contable que presentaban las acciones antiguas no sólo se reduce, sino que una parte de aquel valor intrínseco emigra también a las acciones nuevas, determinando un fenómeno de *"aguamiento"* o dilución patrimonial de los antiguos títulos. El valor económico de la acción antigua, sufre una merma proporcional al número de nuevas acciones

[506]RIPERT, Georges. "Tratado Elemental de Derecho Comercial". Tipográfica Editora Argentina. Buenos Aires. 1954. Pág. 360

colocadas, en tanto que el valor económico de la nueva acción, queda también, automáticamente, por encima del valor nominal que se ha pagado[507].

Es por ello que Garrigues y Uría consideran, que toda emisión de acciones nuevas en una sociedad próspera, con buenas reservas y perspectivas halagüeñas, reduce la proporción en que se encuentran las acciones viejas con el patrimonio social, e implica necesariamente la rebaja del valor de esas acciones en la medida en que las acciones nuevas van a absorber una parte de las reservas y de las expectativas de futuros beneficios[508].

Ripert precisa, que se vulnera el derecho del accionista sobre los beneficios acumulados cuando la sociedad aumenta su capital social. Los nuevos accionistas adquirirán un derecho igual al de los antiguos y, sin embargo, son estos últimos los que han constituido las reservas[509].

El aumento del número de títulos tendrá, también como consecuencia, la aminoración del porcentaje de facultades políticas y administrativas que previamente disfrutaban los viejos accionistas[510]. Esta afectación se reflejará en una disminución de su porcentaje accionario, que inclusive puede llevar a que el accionista deje de tener los derechos que se derivan de la tenencia de un determinado número de acciones[511].

La influencia mayor o menor de cada accionista depende sencillamente de la proporción en que estén sus acciones en relación con el capital social, y esa proporción disminuye cuando se emiten acciones nuevas. Por ejemplo, la ley concede a quienes representen la quinta parte del capital la facultad de obligar a los administradores a convocar la junta general de accionistas, o la de solicitar la convocatoria judicial en los términos de los Arts. 113 y 117 e igualmente la facultad de exigir el reparto del 50% de las utilidades del ejercicio luego de aplicarse la reserva legal (Art. 231). De estos preceptos se infiere que el accionista o accionistas tenedores de la quinta parte del capital, tienen en sus manos unas posibilidades que perderán cuando el número de sus acciones deje de representar ese porcentaje del capital social por consecuencia de un aumento de éste, y en el que no se les conceda la opción para suscribir las acciones nuevas, sufriendo, una importante merma en sus derechos[512].

En síntesis, se puede decir que la emisión de otras acciones afecta directamente al interés de los antiguos accionistas, debido a que las nuevas van a participar juntamente con las antiguas en el reparto de dividendos, en las reservas y en el activo de la sociedad en el momento de su liquidación[513]; asimismo, se perdería el "status quo" de derechos conseguidos por los socios con la tenencia de un determinado número de acciones[514].

---

[507] Ver: SÁNCHEZ ANDRES, Anibal. La Accion ... Pág. 76 y 77; RESTREPO DUMIT, Carlos. Acciones y Accionistas. Rev. Estudios de Derecho. Vol. XV, Nº 43, Octubre 1953. Fac. Derecho y CC. PP.. Univ. de Antioquía. Pág. 487

[508] Ver: GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág 406; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág 200

[509] RIPERT, Georges. Ob. cit. Pág. 361

[510] SÁNCHEZ ANDRES, Anibal. La Acción ...Pág 77

[511] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. Derecho Comercial. Tomo I. U. Lima. 1989. Lima-Perú. Pág. 96

[512] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Páginas 406 y 407

[513] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Tomo II. Reimpresión de la séptima edición. Editorial Temis. Bogotá-Colombia. 1987. Pág. 216

[514] MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Comentarios a la Ley de Sociedades Mercantiles". Imprenta de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima-Perú. 1967. Pág. 208

1.3 El derecho de suscripción preferente como medio de protección frente a la dilución de derechos del accionista

1.3.1 Protección de los derechos económicos

Como se ha observado, con la expresión "dilución" o "aguamiento" de las acciones antiguas, se hace referencia al hecho de que cuando se aumenta el capital y las nuevas no se emiten por su valor real, el patrimonio de la sociedad no aumenta en la misma proporción que el capital, por lo que el valor real de cada acción es menor que antes de la ampliación[515]. Es por ello que Sánchez Andrés dice que la función económica del derecho de suscripción preferente es la de evitar el aguamiento o dilución del porcentaje de participación social que disfrutaban los viejos socios como consecuencia de una ampliación de capital con entrada de terceros[516].

En efecto, como señala Messineo, desde el punto de vista económico y jurídico, considerando que la sociedad ha alcanzado un grado de prosperidad, con acumulación de reservas, por obra de los actuales accionistas, ellos deben ser los primeros en gozar de una nueva emisión de acciones a un precio que, de ordinario, es inferior al valor efectivo de las acciones que están ya en circulación, y representa objetivamente una ventaja[517], o en todo caso contra el pago del precio fijado para la emisión[518].

Si no se reconociera al accionista antiguo, que ha puesto su capital y su esfuerzo en la sociedad y ha corrido riesgos que ya no soportarán los accionistas nuevos, el derecho de optar a la suscripción de esas nuevas acciones, quedaría desprotegido contra la natural disminución del valor de sus viejas acciones[519].

1.3.2 Protección de los derechos políticos o de consecución

En los Estados Unidos de Norteamérica, el tribunal reconoció, en el caso Stokes v. Continental Trust Co., que si no existiera del derecho de suscripción, la mayoría podría privar a la minoría de su proporcional poder en la elección de los administradores y de su proporcional derecho sobre los beneficios. En la precedente afirmación se condensa el fundamento del derecho de suscripción como instrumento de tutela del accionista, no solo frente a la dilución de sus derechos económicos, sino también frente a la dilución de los derechos políticos que puede producirse en los aumentos de capital[520].

Sánchez Andrés, profundizando el análisis, expresa que la medida inferior de los derechos políticos, producto del aumento de capital por emisión de nuevas acciones, nunca podrá ser conjurada por la exigencia de una prima de emisión, incluso aunque el sobreprecio exigido por las nuevas acciones fuera mayor que

---

[515] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de suscripción preferente. Ed. Civitas. Madrid, 1995. Pág.72
[516] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 200
[517] MESSINEO, Francesco. Ob. cit. Pág 514
[518] HEINSHEIMER, Karl."Derecho Mercantil". Editorial Labor S.A. Barcelona 1933. Pág. 168
[519] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág.s 200 y 201
[520] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción preferente a la luz de la experiencia estadounidense". Revista de Derecho Mercantil. Nro 196-197. (abril - setiembre) Madrid 1990.. Pág. 196; Nota pie de Pág. 946 y 947

la dilución patrimonial experimentada por las antiguas; asimismo, la protección de los derechos políticos se presenta incluso cuando no existe menoscabo económico, así por ejemplo, cuando como consecuencia de pérdidas acumuladas, la cuota de participación del accionista no vale prácticamente nada en términos de capital estatutario y la sociedad se ve obligada a reducir ese capital a cero, acordando para su supervivencia ulterior un aumento de capital correlativo (operación acordeón), el derecho del socio a permanecer como tal y a no ver suprimida esa cualidad de accionista por decisión de la Junta se concentra única y exclusivamente en la preferencia para suscribir (si lo desea) las nuevas acciones[521].

En consideración a lo antes señalado, algunos juristas estiman que la finalidad del derecho de suscripción no es tanto la protección de los derechos económicos del antiguo accionista, ya que ello podría lograrse exigiendo simplemente la emisión de las nuevas acciones con prima, sino, la protección de la posición administrativa (del peso relativo) de los antiguos accionistas[522]

1.3.3 Protección del Status Quo

Del análisis efectuado en los numerales anteriores, se puede deducir que el fundamento del derecho de suscripción preferente radica en el reconocimiento legal de mantener el status quo de derechos conseguido por los socios con la tenencia de un determinado número de acciones[523], o sea, la necesidad de mantener todo el conjunto de derechos que nutrían la posición jurídica alcanzada por cada accionista con anterioridad, merced a la posesión de un determinado número de acciones[524]. Se debe tener en cuenta que existen determinados derechos que sólo se conceden a los tenedores de un cierto porcentaje de acciones, como por ejemplo: El Derecho de los accionistas que representan no menos de un décimo (10%) del capital suscrito de designar un representante que **vigile** las operaciones de **liquidación** (Art. 414 de la LGS); los derechos de los accionistas que representan no menos de un quinto (20%) de los accionistas suscritos con derecho a voto de solicitar la **convocatoria de una junta** general (Art. 117), así como solicitar el **reparto del 50% de las utilidades** del ejercicio, luego de aplicarse la reserva legal (Art. 231), etc..

En síntesis se puede afirmar que el fundamento del derecho de suscripción preferente esta dada por la necesidad de mantener el status quo del conjunto de derechos atribuido a los accionistas, en razón de un determinado número de acciones.

1.3.4 Protección contra maniobras dolosas

Ascarelli considera que a través del derecho de suscripción preferente se trata de prevenir la práctica de adquisición dolosa de nuevas acciones por la mayoría o por terceros. La emisión de nuevas acciones sin el derecho de suscripción preferente producía un doble inconveniente, por un lado, permitía alterar la

[521] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs. 77 y 196
[522] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de suscripción preferente. Ed. Civitas. Madrid, 1995. Pág. 73
[523] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág 406
[524] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 201

proporción de los varios grupos sociales en las juntas de accionistas y, por el otro, posibilitaba a la mayoría o a los terceros apoderarse indirectamente de las reservas sociales[525].

Es por ello, que la supresión del derecho de suscripción es considerada como una grave vulneración de los intereses de los accionistas, definida también como una "exclusión a plazos del socio"; en esta clase de operaciones hostiles el propósito de la emisión no sólo es la dilución de la participación de los accionistas minoritarios, sino también (en base a la dilución del derecho de voto de la minoría) es el medio utilizado por los administradores y accionistas mayoritarios para efectuar importantes cambios en la estructura de la sociedad ("maniobra a dos tiempos").

Pero la exclusión de la minoría (*freeze out o squeeze out*) reduciendo su participación a la mínima expresión o privándola de cualquier beneficio y ventaja provenientes de la sociedad (común en las sociedades cerradas y eventualmente en las sociedades abiertas), no es suficientemente protegida por el derecho de suscripción preferente, ya que la ausencia de un mercado de las acciones, en las sociedades cerradas, facilita que los accionistas minoritarios se hallen expuestos a mayores presiones por parte de los accionistas mayoritarios, pues, los primeros difícilmente podrían trasmitir su participación o su derecho de suscripción preferente a un precio razonable. Esta situación ha sido descrita señalando que los accionistas minoritarios se encuentran "atrapados en la sociedad" (*locked in to the corporation*), esto es sometidos al dilema de optar entre dos alternativas nada favorables; abandonar la sociedad sin obtener una justa compensación o mantenerse en la misma soportando, además de la dilución económica de sus acciones, la pérdida de representación en los órganos de administración[526].

Es evidente que la mayoría tiene incentivos para apoderarse de todos aquellos derechos que no hubieran sido asignados individualmente a cada socio por el contrato social o el Estatuto.

Se debe buscar, adicionalmente, otras formas de protección a las maniobras dolosas que pretendan perjudicar los derechos patrimoniales del accionista, y se puede obtener recurriendo a los deberes fiduciarios que deben tener los accionistas mayoritarios o los administradores al tomar sus decisiones discrecionales, pues este deber los compromete a actuar tratando de maximizar las ganancias conjuntas de los socios. Alfaro Águila Real[527] dice que la mayoría cumple sus deberes de lealtad con la minoría persiguiendo la maximación de las ganancias comunes, esto es, el interés social, lo que quiere decir que el interés social es una forma de referirse a los deberes fiduciarios de los socios. El interés social no puede referirse a un supuesto interés de la sociedad, distinto al interés de los socios, ya que la sociedad no puede ser destinataria final de los deberes fiduciarios, tales deberes son siempre frente a los demás socios.

[525] GAGLIARDO, Mariano. "Derecho Societario. Buenos Aires: Ad-Hoc, 1992. 262p. 23cm.. Pág 142
[526] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Págs.918 y 919, 966, y 967; Pie Págs. 918, 967 y 968
[527] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... Págs. 30, 34, 36, 41 y 136

Es por ello que se debe considerar, que aquellos acuerdos de aumento de capital cuya finalidad no sea otra que aprovechar la falta de liquidez de la minoría para trasvasar recursos de la minoría a la mayoría, es una infracción de los deberes de lealtad que tiene el accionista mayoritario respecto al accionista minoritario. Ello ocurrirá cuando se acuerde aumentar el capital no siendo necesario o no exista un mercado para los derechos de suscripción preferente o se den circunstancias particulares que impidan a la minoría acudir a la ampliación.

Lo expuesto nos indica que el Derecho de Suscripción Preferente no es suficiente para la protección del accionista frente a las acciones dolosas de los socios mayoritarios, es por ello que deben considerarse no justificados por el interés social las operaciones cuya finalidad exclusiva sea la de modificar la estructura accionarial en perjuicio de accionistas minoritarios reduciendo su participación o bloqueando la posibilidad de configurar una mayoría diferente a la actual, debiéndose declarar la nulidad de estos acuerdos por lesionar el interés social, que es la **maximación de las ganancias comunes**[528].

1.3.5 Objeciones

Las objeciones al derecho de suscripción las detallaremos a continuación:

a) **La concurrencia del derecho de suscripción y de la doctrina de los deberes fiduciarios como mecanismos de tutela del accionista.-** En los Estados Unidos de Norteamérica se considera, que las amplias facultades de los administradores no podrían ser restringidas mediante "reglas arbitrarias" como el derecho de suscripción, sino que el control de los administradores debería efectuarse en base a la imposición de deberes frente a la sociedad y a la posibilidad de ser depuestos de sus cargos si lo ejercen incorrectamente.

b) **Las dificultades que generaba el referido derecho en el correcto desarrollo de la actividad social.-** En los Estados Unidos la atribución rigurosa del derecho de suscripción preferente causó múltiples problemas, dificultando el acceso de las grandes sociedades al mercado de capitales.

c) **En tercer lugar, la insuficiencia del derecho de suscripción como instrumento de tutela del accionista debido a sus múltiples excepciones y limitaciones, sobre todo en sociedades con diversas clases de acciones, muy extendidas en la práctica estadounidense.-** Si bien la doctrina del derecho de suscripción nació en una época en que la estructura financiera de las sociedades era sumamente sencilla, existiendo normalmente una sola categoría de acciones, la evolución de las sociedades norteamericanas propició la pronta creación de multiplicidad de clases de acciones, complicando extraordinariamente la atribución del derecho de suscripción. En una sociedad con diversas categorías de acciones, la participación de cada accionista en los derechos políticos y económicos, no es proporcional, porque su contenido no se determina solamente en base al porcentaje que cada

[528] El Art. 139 de la Ley considera que son impugnables los acuerdos que lesionan los intereses de la sociedad.

participación representa, sino también en consideración a las condiciones que se establezca para cada clase concreta de acciones que posee; la inexistencia de proporcionalidad en estos supuestos hacía técnicamente imposible o injustificadamente arbitraria la atribución de un derecho a suscribir las nuevas acciones en proporción a las acciones poseídas, ya que no era posible encontrar un método a través del cual los accionistas suscribieran el número y la clase de acciones necesarias para conservar la misma participación que poseían antes del aumento de capital.

d) **La indefensión del accionista cuando este no disponía de suficientes recursos para suscribir las nuevas acciones o, simplemente, no deseaba realizar dicha inversión.-** Por ejemplo, los acuerdos de aumento de capital cuya finalidad no sea otra que aprovechar la falta de liquidez de los accionistas minoritarios, teniendo en cuenta que no existe un mercado para los derechos de suscripción preferente de dicha minoría y aprovechando el llamado "derecho de acrecer", logran trasvasar recursos de la minoría a la mayoría, generando desprotección de los derechos del accionista.

En los Estados Unidos, el derecho de suscripción preferente es, en la actualidad, una institución absolutamente secundaria y marginal. La irrelevancia del derecho de suscripción en el sistema norteamericano, tanto desde la perspectiva legal y jurisprudencial, como doctrinal y práctica, es tal que de mantenerse el sentido de la presente tendencia, este derecho se halla en trance de desaparición. Las particularidades del ordenamiento norteamericano han sido decisivas en la tendencia hacia la eliminación del derecho de suscripción en los Estados Unidos. Así, tres causas parecen explicar esta tendencia.

En primer lugar, la disciplina societaria estadounidense se estructura, básicamente, en torno al modelo de una sociedad abierta en la que, la distribución de un derecho de suscripción encuentra difícil justificación. En segundo lugar, el accionista norteamericano dispone de significativos mecanismos de tutela alternativos al derecho de suscripción. Y tercer lugar, la tendencia a liberalizar la disciplina societaria, presente actualmente en los Estados Unidos, ha propiciado la supresión del carácter imperativo de la regulación del derecho de suscripción[529].

2. Antecedentes Históricos

2.1 Orígenes

La legislación británica fue la primera que reconoció el derecho de suscripción preferente de los accionistas en los casos de aumento de capital con nuevas aportaciones, la "Companies Act" de 1,862, en su artículo 27, atribuía un derecho de suscripción a los accionistas admitiendo su supresión mediante acuerdo de la junta general de accionistas.

[529] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción .. Págs. 914, 915, 916 , 917, 948, 949 y 950.; Pie de Pág. 949, 950 y 967.

El ordenamiento alemán (Handelsgesetzbuch) fue el que comenzó, en el continente europeo, a reconocer el derecho de suscripción preferente (Bezugsrecht); el parágrafo 282 de Handelsgesetzbuch de 1897, incorporó el derecho de suscripción como derecho atribuido a todos los accionistas de la sociedad.

En Francia, el Decreto del 8 de agosto de 1935 reconoció el derecho de suscripción preferente (droit preferentiel de souscriptión) admitiendo su exclusión mediante acuerdo de la Junta General de Accionistas, requiriendo para ello de quórum y mayorías reforzadas, así como un informe de los administradores y de los comisarios de cuentas.

El *código civile* italiano de 1942, siguiendo el ejemplo de la legislación alemana y francesa, atribuyó al accionista, un derecho de suscripción preferente (*diritto di opzione*) y reguló un procedimiento de exclusión exigiendo una mayoría reforzada y la presencia de un interés social que justifica la exclusión.

En los Estados Unidos, la utilización fraudulenta del aumento de capital por parte de los administradores, fue el origen, a principio del siglo XIX, de la doctrina del derecho de suscripción preferente (pre-emptwe right). En el caso Gray v. Portland Bank de 1807, el tribunal de Massachusetts proclamó la existencia de un derecho del accionista a suscripción, pero este pronunciamiento se expidió como remedio de equidad frente a la actuación desleal de los administradores en un supuesto específico y no como un derecho esencial de los accionistas en todo aumento de capital por emisión de nuevas acciones. Se trataba de la ejecución del acuerdo inicial de los accionistas, previsto en los estatutos, por el que el capital podría llegar hasta una cifra máxima que en aquel momento no se había agotado. El Tribunal solamente reconoció al accionista a ser indemnizado por la pérdida económica que le produjo la negativa por parte de la sociedad a su oferta de suscribir acciones.

En 1906, en el caso Stokes v. Continental Trust Co., el Tribunal de Apelación de New York define el concepto y fundamento del derecho de suscripción preferente, en este caso, tal derecho fue considerado, por primera vez, como un derecho esencial e inherente a la condición de accionista. Ello implicaba, por parte del Tribunal, una valorización positiva de este derecho como mecanismo de tutela del accionista en los aumentos del capital[530].

En España, antes de la promulgación de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, el derecho del accionista a suscribir con preferencia las nuevas acciones emitidas por la sociedad contra el desembolso en metálico no podía apoyarse en ningún texto positivo concreto[531]. En dicho dispositivo legal, se establece como un derecho fundamental, inderogable, que no podía ser sometido a exclusión alguna.

[530] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción .... Págs. 944 y 945; . Pie Págs. 922, 923 , 924, 944 y 945.
[531] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 197

En el Perú el derecho del accionista a suscribir con preferencia las nuevas acciones, recién es incorporado en Julio de 1967, con la promulgación de la Ley 16123, reconociéndolo como un derecho esencial del accionista que no estaba sujeto a exclusiones, además, establece un nuevo derecho para los accionistas que hicieran uso de su derecho de suscripción preferente en el caso de quedar acciones sin suscribir, a este derecho se le denomina "derecho de acrecer".

2.2 Evolución

A principios de los años treinta (1930-1931) la tendencia de la legislación europea en la materia, se orientaba a reforzar la tutela de los accionistas mediante una regulación exhaustiva y garantísta de la exclusión del derecho de suscripción. Esta regulación tenía por objeto evitar la realización de operaciones fraudulentas, favorecidas por la amplia discrecionalidad que se concedía a los administradores, mediante la emisión de nuevas acciones. El reconocimiento legal de este derecho y la regulación de su exclusión se hallaban claramente dirigidas a proteger a los accionistas frente al riesgo de dichas operaciones.

En los Estados Unidos, la atribución rigurosa de este derecho causó múltiples problemas, dificultando el acceso de las grandes sociedades al mercado de capitales. Por ese motivo, a finales de los años veinte y principios de los treinta, se produjo una reacción contra el derecho de suscripción preferente, no solo desde un punto de vista doctrinal, sino también de una perspectiva jurisprudencial y legislativa. La Model Business Corporation Act (MBCA) de 1950 se inclinó por la tendencia hacia la flexibilización del derecho de suscripción, dejó de ser un derecho esencial del accionista y admitió una serie de excepciones y limitaciones. Esta flexibilización se fundamentó en estimar que la doctrina de los deberes fiduciarios era un adecuado instrumento de tutela de los accionistas y lo bastante flexible para satisfacer los intereses de la sociedad. Las leyes que se promulgaron en esta época adoptaron dos modelos diferentes: de un lado, el modelo de reconocimiento (modelo opt out), que atribuía el derecho de suscripción a los accionistas, admitiendo su exclusión mediante cláusula estatutaria; de otro lado, el modelo de exclusión (modelo opt in): no reconocía el derecho de suscripción, pero permitía que los estatutos atribuyeran dicho derecho a los accionistas.

En Gran Bretaña El reconocimiento legal del derecho de suscripción perduró hasta las "Companies Act" de 1929, desapareciendo toda referencia a aquel derecho en las "Companies Act" de 1948[532].

2.3 Situación Actual

En el ordenamiento alemán, la Aktiengesetz de 1965 reformada en 1978, admite la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente mediante acuerdo de la Junta General de Accionistas, exigiendo que el

[532] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pie Págs. 948 y924; y Págs. 947, 951 y 952.

acuerdo fuera aprobado por una mayoría reforzada y que los administradores presentar obligatoriamente un informe justificando el motivo de exclusión.

En la regulación francesa, el derecho de suscripción se halla recogida en el artículo 183 y siguiente de la Ley número 66-537 del 24 de junio de 1966, admitiendo su exclusión observando determinados requisitos de protección de los accionistas.

La disciplina italiana del derecho de suscripción, contenida en el artículo 2441 del *"Codice Civile"*, ha sido objeto de reforma en 1947, 1974 y recientemente en 1986; en las tres ocasiones se ha reforzado considerablemente la protección del accionista en los supuestos de supresión del derecho de suscripción.

En Gran Bretaña, la reglamentación bursátil reconoce el derecho de suscripción a los accionistas de las sociedades cuyas acciones cotizaban en Bolsa, admitiendo también su exclusión; por ese motivo, la adaptación de la legislación Británicas a la Segunda Directiva de la Comunidad Europea (hoy Unión Europea) llevada a cabo mediante la "Companies Act" de 1980, supuso la modificación del régimen jurídico del derecho de suscripción que ya se reconocía en las sociedades bursátiles (públic companies) y el reconocimiento *ex lege* de este derecho en las sociedades cuyas acciones no cotizaban (private companies).

En los Estados Norteamericanos que regulan el derecho de suscripción preferente, lo hacen con cierta exhaustividad, tanto el contenido, como los límites. En los Estados en los que se excluye este derecho, su régimen jurídico suele quedar definido en términos generales, permitiendo que los estatutos, al reconocerlo, establezcan el contenido y límites, de acuerdo con las particulares necesidades de cada sociedad[533].

La Ley de Sociedades Anónimas de España, promulgado por Real Decreto Legislativo 1564/1989 del 22 de Diciembre, reconoce en el artículo 48 al derecho de suscripción preferente como derecho mínimo del accionista, en el Art. 158 señala sus características, y en el artículo 159 permite su exclusión reforzando la protección del accionista, en especial de sus derechos patrimoniales, como el establecimiento del precio de las acciones a su valor real.

En el Perú, el Art. 95 de la Ley General de Sociedades, consagra el derecho de suscripción preferente como un derecho mínimo del accionista, extendiendo tal derecho a la suscripción de obligaciones convertibles en acciones y a todo tipo de colocación de acciones; el Art. 207 indica su contenido y el artículo 259 menciona la posibilidad de la exclusión de tal derecho en las sociedades anónimas abiertas, estableciendo requisitos de protección al accionista.

[533] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pie Págs. 922, 923, 924 y 952.

3. Modelos Legislativos de aplicación del Derecho de Suscripción Preferente

El modo de resolver el conflicto de intereses, entre los directos e inmediatos de los accionistas y los de la sociedad (intereses indirectos y mediatos de los accionistas), constituye el criterio que nos permite diferenciar tres modelos de regulación del derecho de suscripción: el modelo rígido, el modelo flexible y el modelo ecléctico.

3.1 Modelo rígido

El modelo rígido, considera prevaleciente el interés directo e inmediato de los accionistas en mantener su participación en la sociedad y como consecuencia de ello, prohíbe la exclusión del derecho de suscripción[534].

El carácter irrenunciable e inderogable del derecho de suscripción preferente, por una parte, vino a favorecer este derecho en favor del accionista, pero de otra parte, existe el inconveniente de entorpecer la práctica de operaciones de aumento de capital articuladas con el razonable propósito de dar entrada en la sociedad a terceras personas que pudieran facilitar su ulterior desenvolvimiento o financiación[535]. Se toma posición por asegurar, el interés directo e inmediato del accionista, frente a su interés indirecto y mediato, que sería la posibilidad de un fortalecimiento patrimonial de la sociedad que a su vez traiga como consecuencia un futuro fortalecimiento o revalorización patrimonial de las acciones.

3.2 Modelo flexible

El modelo flexible, antepone el interés de la sociedad, entendido como el interés indirecto y mediato del accionista, al de su interés directo e inmediato y por tanto, o bien **no** reconoce el derecho de suscripción o, si lo hace, admite su supresión sin exigir requisitos excesivamente rigurosos. Pero ello no implica que el accionista carezca de tutela en los supuestos de aumento de capital, como por ejemplo, la supresión del derecho de suscripción en el sistema norteamericano, la función de proteger a los socios en los referidos supuestos no descansa en aquel derecho, sino en otros mecanismos y, fundamentalmente, en la doctrina de los deberes fiduciarios[536].

3.3 Modelo Ecléctico

El modelo ecléctico, pretende mantener un cierto equilibrio entre los intereses en conflicto, sin establecer en términos absolutos e incondicionales, la preponderancia de uno de dichos e intereses; de este modo, a pesar de atribuirse el derecho de suscripción al accionista, se permite, mediante el cumplimiento de específicos presupuestos, la supresión de este derecho.

Los presupuestos fundamentales del modelo ecléctico, recogidos en las normas de carácter imperativo, son el reconocimiento del derecho de

[534] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pag. 917
[535] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 198 y Pág 199
[536] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Págs. 917, 918 y 921

suscripción y la admisibilidad de exclusión mediante un procedimiento rodeado de garantías en favor de los accionistas, aunque prohibiendo su suspensión mediante cláusula estatutaria[537].

Este modelo permite una mayor libertad de movimientos en los aumentos de capital con el designio concreto de dar entrada en la sociedad, con determinados paquetes de acciones, a personas que por sus especiales condiciones pudiera ser especialmente interesante atraer al seno de la empresa[538], pero rodeando de garantías a los accionistas frente a practicas fraudulentas de los administradores o accionistas mayoritarios.

4. Definiciones

Arecha y García Cuerva consideran, al derecho de suscripción preferente, como una prerrogativa en la suscripción de nuevas emisiones de acciones concedida a los accionistas y puede presentarse mediante la instrumentación en forma de cupón adherido a la acción y generalmente al portador, cualquiera sea el tipo de acción, quedando este derecho incorporado al título[539].

Gagliardo expresa, que el derecho de suscripción preferente del accionista, es una facultad individual, intangible y potestativa, exclusiva mas no excluyente, de suscribir acciones en igualdad de condiciones y proporcionalmente a su tenencia, que permite a todo accionista suscribir un aumento de capital, conservando su parte proporcional en el patrimonio de la sociedad (derecho sobre las reservas aparentes u ocultas) o extrapatrimoniales (derecho de voto y otros) a ella vinculados[540].

Alfaro Aguila Real dice, que el interés de los antiguos accionistas, protegido por la atribución del derecho de suscripción preferente, consiste en proteger su posición dentro de la sociedad frente a los efectos perjudiciales que el aumento de capital tiene, tanto para el valor económico de las acciones antiguas (efecto de aguamiento o disolución) como el peso relativo de éstas en la administración de la sociedad[541].

Finalmente, Sánchez Andrés, define al derecho de suscripción como un derecho compensador o reintegrador de la posición conjunta o status del accionista, que no sólo mantiene o evita la dilución de su posición patrimonial, sino que asegura el mantenimiento de la misma proporción de influencia y voto dentro de la sociedad[542].

5. Naturaleza Jurídica

El derecho de suscripción, que se presenta como el contenido mínimo y esencial de toda acción[543], constituye uno de los más significativos mecanismos de protección que permite, a los accionistas de la sociedad anónima, evitar la dilución del valor de sus antiguas acciones y la reducción de sus derechos políticos y económicos

---

[537] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pág. 918 y 922.
[538] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. . Comentarios ...Pág 405
[539] ARECHA, MARTÍN Y GARCÍA CUERVA, HECTOR. Sociedades Comerciales. 2da Edición, 4a. reimpresión, Ediciones DEPALMA, Buenos Aires. 1983. Pág. 292
[540] GAGLIARDO, Mariano, Ob. cit.. Págs. 126 y 146
[541] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de Pág.72
[542] SÁNCHEZ ANDRES, Anibal Ley de S. ... .Pág 64
[543] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. . Comentarios ...Pág 405

como consecuencia del aumento de capital con nuevos aportes[544]; aunque, además se presenta como mecanismo compensador, pues en la mayoría de casos de este tipo de aumento de capital, no puede evitarse la disminución del valor de las acciones, ni la reducción de su derecho a participar en el ejercicio de los derechos políticos dentro de la sociedad (salvo cuando se combinan con la emisión de acciones con prima).

El valor patrimonial del derecho de suscripción preferente, se deriva del hecho que su no ejercicio afectará la posición del accionista, por la emisión de nuevas acciones, respecto a la participación en el reparto de dividendos, en las reservas y en el patrimonio neto de la sociedad luego de la liquidación[545]. Producto de este carácter patrimonial, Ripert considera, al derecho de suscripción preferente, un derecho mobiliario que se separa de la acción[546], pudiendo ser incorporado en un título valor denominado, por nuestra Ley, Certificado de Suscripción Preferente de Acciones.

Por las características enunciadas, al derecho de suscripción preferente se le debe considerar, no como un fruto de la acción, sino como un capital, consistente en un derecho fundamental que pertenece al propietario del título, y que en caso de usufructo de acciones no puede ostentar tal derecho el usufructuario[547], salvo pacto expreso en ese sentido.

Es preciso ocuparse ahora de las funciones que cumplen, tanto la emisión de acciones con prima, como el derecho de suscripción preferente, cuando existe un aumento de capital. Se puede afirmar, que la emisión de acciones con prima busca proteger el valor patrimonial de las antiguas acciones, mientras que el derecho de suscripción preferente, tiene por finalidad proteger el status del accionista, o sea compensar la disminución del valor económico de sus antiguas acciones y proteger su participación en los derechos políticos que éste tenia antes del aumento del capital social. Es por ello, que no se comparte la afirmación, que sobreprecio y derecho de suscripción preferente, sean conceptualmente antitéticos e incompatibles[548].

El derecho de suscribir nuevas acciones que corresponde al socio (denominado por la legislación italiana "derecho de opción"), es una facultad, más que una prelación (preferencia); es un derecho exclusivo de suscripción, sólo que, en caso de falta de ejercicio en tiempo, tal derecho se pierde y, en ciertas condiciones, puede ser ejercitado por otros[549]. Gagliardo dice, que la opción significa una renuncia de parte de la sociedad a la facultad de revocar la propuesta contractual, perfeccionándose tan pronto el destinatario manifieste su aceptación; en el caso de revocación del derecho de suscripción por parte de la sociedad, ésta carecería de efecto. En la prelación, por el contrario, no hay propuesta contractual, sino un reconocimiento al beneficiario de ser preferido frente a cualquier otro interesado y en paridad de condiciones, en caso de que el promitente decidiera la celebración del negocio jurídico tenido en vista al concederla; su incumplimiento significará para el promitente la obligación de resarcir daños e intereses[550].

---

[544] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción... . Pag. 917.
[545] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. Ob.cit. Pág. 97
[546] RIPERT, Georges. Ob.cit. Pág.533
[547] HEINSHEIMER, Karl. Ob.cit. Peg 168
[548] MESSINEO, Francesco. Ob. cit. Peg 517
[549] MESSINEO, Francesco. Ob. cit..Pág 513
[550] GAGLIARDO, Mariano . Ob. cit.. Peg 150

6. Titularidad

Como se ha observado, el derecho de suscripción preferente tiene como finalidad proteger y/o compensar a los accionistas por la disminución del valor patrimonial de las acciones y la reducción en la participación de sus derechos políticos en la sociedad, es por esa razón, que la ley reconoce como titular del derecho de suscripción preferente a los tenedores de la serie o series emitidas con anterioridad al aumento de capital con nuevos aportes (Art. 207).

En el caso que una acción sea de propiedad de la sociedad de gananciales (régimen económico del matrimonio), se debe tener en cuenta que el artículo 91 de la ley dispone que "la sociedad considera propietario a quien aparezca como tal en la matrícula de acciones", si en la matricula de acciones figuran como titulares ambos cónyuges, se aplicará las reglas de la copropiedad de acciones (artículo 89).

El artículo 207 de la ley expresa, que el derecho de suscripción preferente puede ser transferido, o sea, no siempre es el accionista quien ejercita el derecho de suscripción, porque éste puede ser cedido a tercera persona, en tal caso el adquirente de este derecho será el titular de dicho derecho.

Cuando las acciones han sido cedidos en usufructo, el derecho de suscripción preferente corresponde al accionista o nudo propietario, en el sentido de que él debe decidir sobre las modalidades de su ejercicio; esto es, si deben suscribirse las nuevas acciones o si el "derecho de opción" debe ser enajenado, pero nada impide que los estatutos o acuerdo entre el usufructuario y nudo propietario establezcan que el referido derecho de suscripción preferente corresponda al usufructuario, ya que la acción quedaría empobrecida en una parte de su valor y, de reflejo, disminuiría la importancia del goce de la misma por parte del usufructuario[551].

Si la acción está dada en prenda, el derecho de suscripción preferente también corresponderá al accionista; pero si en lugar de ser utilizado para la suscripción de nueva acción, es enajenado, el producto será retenido por el acreedor pignoraticio, siempre a título de prenda (prenda irregular); mientras que si el derecho de suscripción preferente es empleado para suscribir las nuevas acciones, una parte de las nuevas acciones, correspondiente al valor de mercado del conjunto de las acciones dadas en prenda, aun perteneciendo al que las ha dado en prenda, debe corresponder, en prenda al acreedor pignoraticio.

7. Transmisibilidad del derecho de Suscripción Preferente

La suscripción de nuevas acciones, derecho reconocido en favor de quien con anterioridad ya era socio (u obligacionista convertible), no siempre se ejercitará por su primitivo titular, pues es un derecho esencialmente negociable. La negociabilidad se fundamenta en que este derecho, además de permitir al accionista la posibilidad de conservar su posición jurídica en la sociedad, lleva implícito el reconocimiento de un valor económico y de un contenido patrimonial de carácter no personalísimo, ya que permite participar sobre beneficios y reservas que el capital aportado por la nueva acción no ha generado. RIPERT ha considerado al derecho de suscripción, el

[551] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Págs 514 y 515

carácter de derecho mobiliario que se separa de la acción y que tiene un valor patrimonial independiente. Ello explica la posibilidad de ceder los derechos de suscripción dentro del propio círculo de destinatarios de la preferencia (accionistas u obligacionistas convertibles) o a sujetos enteramente desvinculados de la sociedad que aumenta el capital. En la práctica comercial de muchos países, es normal la venta del derecho de suscripción en Bolsa y fuera de ella[552].

Los beneficios de la transferencia del derecho de suscripción preferente son diversos tal y como se examinará en los párrafos siguientes[553]:

Entre las consideraciones que tienen los accionistas para transferir su derecho de suscripción preferente, se presentan las siguientes:

a) El accionista que carece de derechos suficientes (en algunos países, incorporado a cupones y en el Perú a los Certificados de Suscripción preferente) para participar en la suscripción, compensa el menoscabo de su participación en el capital con el dinero de la venta de su derecho de suscripción;

b) Cuando el volumen de participación lo permita, el accionista, sin arriesgar nuevos capitales, busca aprovechar parcialmente esa preferencia dotada de valor económico, vendiendo los derechos que resulten necesarios para que con su precio poder ejercitar los restantes derechos, según la conocida técnica que en los ambientes financieros se conoce con el nombre de "operación blanca".

c) El accionista que no tiene interés de concurrir al aumento, prefiere hacer líquido aquel valor económico.

Entre las consideraciones que tienen los accionistas o terceras personas para adquirir el derecho de suscripción preferente se presentan como las más frecuentes las siguientes:

a) El accionista que no posee suficiente número de títulos para poder suscribir nuevas acciones, busca redondear las fracciones que le faltan para suscribir un número entero.

b) El accionista o terceros pretenden especular con el aumento de capital, considerando que pronto podrán obtener mayor precio por los derechos de suscripción preferente o por las acciones que suscribirán.

c) El accionista o terceros persiguen participar en mayor medida en el aumento.

En la mayoría de países desarrollados, la práctica normal ha sido que las sociedades incorporen el derecho de suscripción preferente, en cada ampliación de capital, al cupón corriente de la acción, la transmisión de esos derechos se materializa

[552] Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Págs 415 y 416; MESSINEO, Francesco. Ob. cit. Pág 514; RIPERT, Georges. Ob.cit. Págs. 362 y 533; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs 233 y 234; y NORMAND SPARKS, Enrique. "Banca y .. Pag. 89

[553] Ver: RIPERT, Georges. Ob.cit. Pág.533, SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs. 206 y 234; y CALLE FIOCCO, José Manuel. Sociedad Anónima Abierta y Sociedad de Accionariado Difundido. Revista Peruana de Derecho de la Empresa. Sociedades y Mercado de Valores. Asesorandina SRLtda. Noviembre, 1994. Pág. 75.

fácilmente poniendo en circulación los respectivos cupones. El tenedor del cupón será titular del derecho[554].

La Ley General de Sociedades en su artículo 207 dispone que el derecho de suscripción preferente sólo es transferible en la forma establecida en dicha ley. El Artículo 209 establece que dicho derecho puede ser incorporado en un título denominado certificado de suscripción preferente o mediante anotación en cuenta, ambos, en principio libremente transferibles, total o parcialmente, que confiere a su titular el derecho preferente a la suscripción de las nuevas acciones en las oportunidades, el monto, condiciones y procedimiento establecidos por la junta general o, en su caso, por el directorio[555].

En el caso que el derecho de suscripción preferente no se haya separado de la acción, tal derecho se ejerce mediante el estampillado del certificado de acciones y esta acción se cotiza con "derecho adjunto" o "ex derecho".

La acción puede no haberse incorporado a un certificado[556], en este caso lo justo sería que la transferencia de los derechos de suscripción preferente puedan transferirse mediante cesión de derechos, pero la ley dispone que la única forma de trasmitirlo es incorporándolo en los Certificados de suscripción preferente.

Respecto al régimen de circulación de los derechos de suscripción preferente, un sector de la doctrina opina que tales derechos serán transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que deriven, lo que implica extender a los derechos de suscripción el mismo régimen jurídico que preside la circulación de la "acción – madre" de la que proceden; o sea no podrá restringirse la circulación de los derechos de suscripción cuando la acción que lo produce es libremente transferible y si existen trabas para la circulación de las acciones (v.g., un derecho de tanteo en favor de la sociedad, el consentimiento de los administradores en determinadas condiciones) no se pueden enajenar los derechos de suscripción de las acciones nuevas sin respetar también esas restricciones, porque, en definitiva, tanto valor tiene ceder acciones como ceder derechos de suscripción de éstas[557]. El Artículo 209 de la ley, apartándose de los criterios antes mencionados, otorga una mayor autonomía al derecho de suscripción preferente, indicando que los Certificado de suscripción preferente son libremente transferibles y que las restricciones a la libre transferencia se efectuarán mediante acuerdo adoptado por la totalidad de los accionistas de la sociedad, por disposición estatutaria o por convenio entre accionistas debidamente registrado en la sociedad, sin importar que las acciones madre se trasmitan libremente o esté sujeto a restricción su circulación.

---

[554] Ver: URIA, Rodrigo. Ob. cit. Pág 275; GARRIGUES; Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág 416; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág.234; RIPERT, Georges. Ob.cit. Pág.533

[555] Los Certificados de Suscripción Preferente en el Perú fue regulado originalmente por el D.S. 083-87 EF y posteriormente por los decretos legislativos 672 y 755. Ver: BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. "Derecho Comercial y Reestructuración Empresarial". Editorial Alternativas. Lima-Perú. 1994. Pág. 108 y VIDAL RAMÍREZ, Fernando. "La Bolsa en el Perú". Cultural Cuzco S.A. Lima - Perú . 1988. Pág. 251

[556] Los derechos que la acción contiene nacen con independencia del título que los incorpora, y pueden existir sin que el título material exista.

[557] Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág 416 , y SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 234 y 235

8. Medida y extensión del derecho de suscripción preferente (Características)

8.1 Medida del derecho de suscripción preferente

8.1.1 Principio de proporcionalidad y el derecho de suscripción preferente

Por el principio de proporcionalidad se atribuye a cada accionista el derecho a suscribir en la nueva emisión un número de acciones proporcional al importe nominal de su participación en el capital social, cualquiera que sea el número de acciones en que esa participación total esté representada.

Este principio era reconocido en el artículo 216 de la ley derogada, según este dispositivo "los accionistas tendrán derecho de suscribir a prorrata las nuevas acciones", y que, "el prorrateo se hará en proporción a las acciones que posea cada accionista"; cuando se expresaba "acciones que posea" se presentaba la interrogante si se refería al número de acciones o al valor nominal de éstas, ya que en concordancia con la propia ley de sociedades, que permitía la existencia de series de acciones de distinto valor nominal, no se podría determinar con facilidad, pues, se podría aceptar situaciones que desnaturalizaría el principio de proporcionalidad. Por ejemplo, otorgar el mismo derecho de suscripción a una acción cuyo valor nominal es S/.10.00 que a una acción cuyo valor nominal sea S/.15.00.

En Argentina, tratando de remediar la situación antes mencionada, el Art. 194 del D.L. 19.550 dice que las acciones ordinarias otorgan a sus titulares derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase en proporción a las que posean. Como puede apreciarse, esta fórmula no soluciona el problema, más bien consagra la trasgresión del principio de proporcionalidad.

En España, el artículo 50 de la ley de Sociedades Anónimas expresa la prohibición legal de romper la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de suscripción; ello significa, que en el supuesto de que existan acciones antiguas de distinto valor nominal, el derecho de suscripción que corresponda a los titulares de cada serie será obviamente diferente.

La Segunda Directiva 77/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, en el artículo 29, numeral 1 se establece que "en todo aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias, las acciones deberán ofrecerse con preferencia a los accionistas en proporción a la parte del capital representado por sus acciones"[558].

El artículo 207 de la ley peruana, corrigiendo las limitaciones de la ley derogada expresa que "los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir, a prorrata (proporcional) de su participación accionaria, las acciones que se creen"; esta disposición en relación con el artículo 82, que dice: "todas las acciones tendrán el mismo valor nominal", acaba cualquier

[558] http://europa.eu.int/eur-lex/es/lif/dat/1977/es_377L0091.html

intento de atribuir en forma desproporcional el derecho de suscripción preferente a algún accionista o grupos de ellos[559].

Sánchez Andrés[560] dice que la función que en la práctica desempeña el derecho de suscripción debería conducir sin dificultad a vedar cualquier tipo de desigualdad en materia de suscripción preferente. Considera que la razón fundamental para rechazar la licitud de los privilegios generadores de una ruptura entre la cuantía de la aportación y la preferencia para suscribir nuevas acciones en los aumentos de capital debe situarse en el papel restaurador de la participación social en su conjunto que corresponde al derecho de suscripción preferente.

Donde existan socios que disfruten del derecho de suscripción preferente, en una medida más que proporcional, se producirá una correlativa postergación del resto de los accionistas. Estos verán diluirse su cuota de participación de modo progresivo, cada vez que la sociedad acuerde un aumento de capital en el que intervengan, con preferencias de desigualdad medida y carácter, los otros grupos de accionistas. Las acciones dotadas de un mayor derecho de suscripción son también acciones potencialmente privilegiadas en el terreno administrativo, pues en sucesivos aumentos de capital pueden hacerse fácilmente del control de la compañía.

8.1.2 Base de cálculo de la proporción

De acuerdo a la relación entre el derecho singular de suscripción preferente y el número de las acciones nuevas que, ejercitando dicho derecho, pueden suscribirse, se puede deducir que el cálculo se deberá efectuar sobre la base de la participación proporcional en el capital suscrito por cada accionista antes de su aumento

La legislación francesa de 1935 consideró, que el cálculo de la proporción debe verificarse tomando como base la relación entre el capital antiguo y el aumento, que conduce al mismo resultado que se basa sobre la relación entre el número de títulos que componen ambas fracciones de capital. El accionista tendrá derecho a suscribir las nuevas acciones creadas en una cantidad equivalente a su participación en el capital social antes del aumento.

A manera de ejemplo se puede indicar, que un ente corporativo, cuyo capital social es de S/. 1,000 dividido en 1000 acciones de un valor nominal de S/. 1.00 cada una, desea aumentar su capital social a S/.1,500, o sea, se acuerda aumentar mediante nuevos aportes S/500.00, creando 500 acciones más; por lo que se quiere saber cual es el derecho de suscripción preferente que corresponda a cada accionista. Si la estructura del accionariado es de 4 accionistas, cuya titularidad del accionista “A” es de 100 acciones, “B” 200 acciones, “C” 300 acciones y “D” 400 acciones, a cada uno le corresponde participar en la suscripción de las nuevas acciones creadas en el acuerdo de

[559] URIA, Rodrigo. Ob. Cit Pág. 275; GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág. 412, 415; ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor. Ob. cit. Pág. 273; SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 232, 228, 340; VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción... Pág. 943.
[560] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Págs. 337 y 338

aumento de capital, conforme a su participación en el capital social antes del aumento. En el siguiente cuadro detallamos el ejemplo:

ACCIONISTA	ACCIONES	PARTICIPACIÓN	ACCIONES A SUSCRIBIR
A	100	10%	50
B	200	20%	100
C	300	30%	150
D	400	40%	200
Capital Social	1,000	100%	500

En tal sentido, si el accionista "C" es titular de acciones que representan el 30% del capital social, tendrá derecho a suscribir el 30% de las nuevas acciones creadas (500*30%), en el presente caso, este accionista podría suscribir 150 acciones[561].

8.1.3 El principio de proporcionalidad y el derecho de suscripción preferente de los titulares de las Acciones Privilegiadas.

El tema que ha sido tratado en el numeral 8.1.1 es sobre el peligro de la desnaturalización del principio de proporcionalidad en el derecho de suscripción preferente cuando existen acciones de distinto valor nominal, ahora se examinará la presencia del mencionado principio cuando existen diversas clases de acciones, o sea, que además de las acciones ordinarias hay otras privilegiadas en el contenido de los derechos; la interrogante sería si es posible que tales privilegios se extiendan al derecho de suscripción, vulnerando el principio de proporcionalidad.

Gran sector de la doctrina se ha inclinado por el respeto de la proporción numérica de las acciones poseídas por cada titular, inclusive, si la emisión no mantuviera la proporcionalidad que debe existir entre las distintas clases o categorías, a todas las acciones se las debe considerar integrantes de una sola categoría a los fines del ejercicio del derecho de suscripción preferente[562].

En el caso de las acciones privilegiadas típicas, denominadas acciones sin voto, se reconoce el derecho de suscripción preferente sobre cualquier clase de acciones y de obligaciones convertibles que emita la sociedad, en la misma proporción y condiciones que a las restantes acciones[563].

A continuación se examinará algunas soluciones que plantea la doctrina y la legislación, frente a situaciones concretas, para tratar de garantizar el principio de proporcionalidad que debe existir en el ejercicio del derecho de suscripción preferente.

8.1.3.1 Concurrencia del derecho de suscripción preferente de acciones ordinarias y privilegiadas cuando el acuerdo de aumento de capital es la creación de acciones ordinarias.

[561] Ver: BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 230; GAGLIARDO, Mariano. Ob. cit.. Págs 153 y 154; MESSINEO, Francesco. Ob. cit. Pág. 513
[562] GAGLIARDO, Mariano. Ob. cit.. Pág. 154
[563] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág. 435 y 436

Garrigues y Uría[564] se plantean la siguiente pregunta "¿Pueden concurrir los tenedores de acciones privilegiadas a la suscripción de acciones ordinarias?"; Menéndez y Beltrán[565] detallan esta interrogante de la siguiente manera: el problema se plantea respecto a los supuestos en los que una sociedad, que tiene acciones ordinarias (v.g. con voto) y acciones privilegiadas (v.g. sin voto) en su capital, emite exclusivamente acciones ordinarias; en estos casos, la duda consiste en determinar si los titulares de acciones privilegiadas tienen derecho a suscribir las nuevas acciones ordinarias igual que los titulares de acciones comunes.

Frente a tal interrogante existen respuestas de tendencias que se oponen a tal posibilidad y de otras que la admiten. Para las corrientes que se oponen a la concurrencia de los tenedores de acciones privilegiadas a la suscripción de acciones ordinarias, reconocer tal derecho, por ejemplo en favor de las acciones sin voto, se interpreta como una superior protección del accionista sin voto, cuyos titulares no experimentarían con el aumento dilución alguna de un poder político que en esta ocasión no poseen, que sería la razón última del reconocimiento legal de la preferencia. Asimismo, consideran que con la simple emisión de las acciones ordinarias no se modifican los derechos de esas acciones (especiales), ya que las posibles y eventuales repercusiones económicas que sobre ellas pueda traer la emisión de una nueva serie de acciones ordinarias, no pueden reputarse verdaderas alteraciones del régimen de derechos especiales, que permanece siendo el mismo.
Las tendencias que admiten que el tenedor de acciones privilegiadas tiene derecho a suscribir las nuevas acciones ordinarias, sostienen que estos son socios y miembros natos de la sociedad y que en el caso de las acciones sin derecho a voto, las limitaciones que sufren al carecer de voto, no debe extenderse a la nueva inversión de capital que el accionista de esta clase de títulos viene a desembolsar para concurrir a la ampliación acordada[566]. Asimismo, se respeta el principio general que atribuye a las acciones sin voto los mismos derechos que a las acciones ordinarias, salvo el voto.

El artículo 96 inciso 5 acápite a) de la ley peruana dispone, que en el caso de que la junta general acuerde aumentar el capital, únicamente mediante la creación de acciones con derecho a voto, la acción sin derecho a voto atribuye a su titular el derecho a suscribir acciones con derecho a voto a prorrata de su participación en el capital.

8.1.3.2 Concurrencia del derecho de suscripción preferente de acciones ordinarias y privilegiadas en la emisión de sólo acciones privilegiadas

Cuando una sociedad anónima decide aumentar el capital con nuevos aportes mediante la creación de acciones privilegiadas (v.g. acciones sin voto) surge la siguiente interrogante: ¿a la nueva emisión de acciones privilegiadas pueden concurrir todos los accionistas o solamente los tenedores de acciones privilegiadas antiguas?.

[564] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág. 412
[565] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág. 436
[566] SÁNCHEZ ANDRES, Aníbal. La Acción... Pág. 221

La Segunda Directiva 77/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas en su artículo 29, numeral 2 inciso b dispone que "los Estados miembros podrán permitir que, cuando el capital suscrito de una sociedad, que tenga varias categorías de acciones para las que sean diferentes el derecho de voto o el derecho de participación en las distribuciones o en el reparto del haber social en caso de liquidación, sea aumentado por la emisión de nuevas acciones en una sola de estas categorías, el ejercicio del derecho preferente por parte de los accionistas de las demás categorías sólo tendrá lugar después del ejercicio de este derecho por parte de los de la categoría en que se emitan las nuevas acciones[567].

Esta posibilidad que otorga la Directiva de la hoy Unión Europea se sostiene en que a algunos Estados les podría parecer aconsejable tener presente el hecho diferencial que separa a unos y otros accionistas en dos grupos distintos, y estimar que el derecho de opción que la ley concede a los accionistas habría de ejercitarse exclusivamente dentro de la categoría o clase de acciones que el accionista posea; es decir, que en la emisión de acciones privilegiadas serían los tenedores de acciones antiguas de esa clase los únicos socios que podrían optar a ellas con carácter preferente. La razón estaría en que la concurrencia de las acciones ordinarias con los tenedores de acciones privilegiadas a la suscripción de nuevas acciones de esta clase, podría modificar el status quo de los privilegios antiguos al aumentar el número de accionistas con privilegio.

Sánchez Andrés dice que el derecho de suscripción es un derecho inseparable a la condición de accionistas y su ejercicio es abierto a todos ellos, ello permite entender que, salvo verdadera e indubitada lesión a derechos especiales de la categoría estatutariamente reconocidos, la creación de nuevos privilegios o la emisión de más acciones con los mismos derechos que disfrutaban anteriores acciones preferentes será lícita por si misma, con tal que respete la preferente suscripción de las nuevas acciones en proporción a la cuota de capital; agrega además, que la contribución proporcional para nutrir el nuevo capital que la sociedad necesita, debe corresponderse con idéntica proporción a la hora de disfrutar las nuevas acciones, cuya posible suscripción privilegiada, en medida superior o en forma exclusiva por solo algunos socios, no autoriza en absoluto el ordenamiento jurídico español[568]

Garrigues considera también, que parece más justo conceder el derecho a suscribir las acciones privilegiadas a todos los accionistas, si bien condicionando el acuerdo de emisión de las mismas a la conformidad de la mayoría de los tenedores de esas acciones privilegiadas, en el supuesto de que sus derechos resulten, directa o indirectamente, afectados por la creación de las nuevas acciones[569].

El artículo 96 inciso 5 acápite c) de la ley peruana dispone que la acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, en caso de aumento de capital, el derecho a suscribir acciones sin derecho a

[567] http://europa.eu.int/eur-lex/es/lif/dat/1977/es_377L0091.html
[568] SÁNCHEZ ANDRES, Aníbal. La Acción... Pág.306
[569] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a la ...Pág. 411

voto a prorrata de su participación en el capital, en los casos en que se acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones sin derecho a voto. Respecto a otro tipo de acciones privilegiadas omite pronunciarse al respecto, por lo que se puede considerar, que las acciones ordinarias y privilegiadas concurren respetando el principio de proporcionalidad en la suscripción de las acciones que se emitan. En síntesis, en el ordenamiento peruano la acción ordinaria (con voto) y las acciones privilegiadas son partícipes obligatorios, en todo aumento de capital por medio de la generación únicamente de acciones privilegiadas, entre ella las sin derecho a voto.

8.1.3.3 Concurrencia del derecho de suscripción preferente de acciones ordinarias y privilegiadas en la emisión de acciones tanto comunes como privilegiada.

Menéndez y Beltrán consideran que el acuerdo de aumentar el capital social mediante la emisión de acciones con voto y de acciones sin voto pueden atribuir el derecho de suscripción preferente sobre las acciones de cada una de esas clases a los titulares anteriores de acciones de la misma clase, siempre que se respete la proporcionalidad entre una y otra clase, pero, como se ha señalado anteriormente, si la emisión no mantuviera la proporcionalidad que debe existir entre las distintas clases o categorías, a todas las acciones se las debe considerar integrantes de una sola categoría a los fines del ejercicio del derecho de suscripción preferente, pues la función del derecho de suscripción preferente estriba tanto en mantener el valor real de la acción como en conservar el status quo preexistente[570].

El artículo 96 de la ley peruana dispone que la acción sin derecho a voto atribuye, en caso de aumento de capital, el derecho a suscribir acciones sin derecho a voto a prorrata de su participación en el capital en los casos de aumento de capital en los que el acuerdo de la junta general no se limite a la creación de acciones con derecho a voto y a suscribir acciones con derecho a voto de manera proporcional y en el número necesario para mantener su participación en el capital, en el caso que las acciones sin derecho a voto sean insuficientes para que los titulares de estas acciones conserven su participación en el capital.

8.2 Ejercicio de la Suscripción preferente

8.2.1 Principio de paridad de trato.

El llamado "principio de paridad de trato", supone que, "dándose las mismas circunstancias, no sean distintas las cargas o ventajas para los socios"[571] . Este principio debe ser observado en el ejercicio del derecho de preferencia, en lo que respecta al procedimiento para la suscripción de acciones, el plazo para el ejercicio del derecho de preferencia, el acceso a la información correspondiente a cada rueda en el que se suscribirán las acciones, etc.

[570] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág. 436
[571] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 260

8.2.2 Procedimiento de suscripción preferente de acciones;

El artículo 208 de la ley peruana dispone que el derecho de preferencia se ejerce en por lo menos dos ruedas; en la primera, el accionista tiene derecho a suscribir las nuevas acciones, a prorrata de sus tenencias a la fecha que se establezca en el acuerdo. Si quedan acciones sin suscribir, quienes han intervenido en la primera rueda pueden suscribir, en segunda rueda, las acciones restantes a prorrata de su participación accionaria, considerando en ella las acciones que hubieran suscrito en la primera rueda. En esta "segunda rueda" aparece el denominado "derecho de acrecer" que trataremos mas adelante. La junta general o, en su caso, el directorio, establecen el procedimiento que debe seguirse para el caso que queden acciones sin suscribir luego de terminada la segunda rueda.

8.2.3 Plazo del ejercicio

El ejercicio de la preferencia sólo puede tener lugar dentro del plazo al respecto fijado por la sociedad, un plazo que la ley (artículo 208), regula con un alcance mínimo (en primera rueda, no inferior a diez [10] días, contado a partir de fecha de publicación de aviso; en segunda rueda no menor a tres días), pudiendo los administradores de la sociedad ampliar dicho plazo, pero no reducir (salvo acuerdo unánime adoptado por la totalidad de los accionistas) el período de suscripción preferente[572].

8.2.4 El ejercicio del derecho de suscripción cuando faltan fracciones.

Garrigues y Uría se exponen la siguiente interrogante: ¿Cómo ejercitará el derecho de suscripción el accionista que no posea el número de acciones necesarias para suscribir una nueva acción?. Los accionistas que no detenten la cantidad suficiente de acciones para suscribir una acción, tendrán que agrupar con otros los derechos que emanan de las acciones para ejercitar el mencionado derecho, por ejemplo si la sociedad aumenta el capital en una quinta parte, por ejemplo, corresponderá una nueva acción por cada cinco antiguas, y los tenedores de menos de cinco acciones deberán agrupar sus respectivos títulos para ejercitar el derecho de opción[573].

8.3 Extensión del Derecho de Suscripción Preferente

8.3.1 Emisión de obligaciones convertibles en acciones

Las obligaciones convertibles en acciones son títulos emitidos en serie por la sociedad, que tienen incorporados el reconocimiento de una deuda con la facultad, concedida a los obligacionistas, de abandonar su originaria posición de acreedores de la sociedad para convertirse en accionistas, constituyendo esto último, el núcleo central de las obligaciones convertibles, el elemento que las individualiza frente a los demás tipos de obligaciones[574].

---

[572] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág.. 235
[573] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Pág. 413
[574] GARCIA DE RENTERIA LORENZO - VELAZQUEZ, Javier. Las obligaciones convertibles en acciones ante la Reforma del derecho de sociedades. Revista de Derecho Mercantil Nº 185 y 186. Julio- Diciembre 1987 Madrid España.. Pag. 265

El derecho de suscripción preferente sobre las obligaciones convertibles es la solución lógica para proteger a los accionistas frente al posible aumento de capital en que puede resolverse la operación[575], ya que no hay razón para sustraer a la preferente suscripción de los antiguos socios, en la medida en que se encuentran cuando menos en iguales condiciones que cualquier tercero a la hora de aportar los fondos líquidos que la sociedad más pronto o más tarde (y también en mayor o menor cuantía) convertirá en capital[576].

Los artículos 95 y 96 de la ley expresan que la acción confiere a su titular el derecho a la suscripción de obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones.

8.3.2 Suscripción de acciones en cartera

Acciones en cartera son aquellas que, sin suscripción, quedan en poder de la sociedad, como mero capital "escriturado", como fondo de maniobra, para ir lanzándolo a sucesivas suscripciones, cuando los administradores juzgasen oportuno; son acciones creadas en el momento de constitución de la sociedad o al acordar el aumento de capital, pero no suscritas o emitidas; éstas son puestas en circulación a medida que sea necesario[577].

El papel restaurador de la participación social en su conjunto del derecho de suscripción preferente, sirve de inspirador para que el artículo 99 de la ley disponga que los accionistas gozan del derecho preferente para suscribir las acciones en cartera, salvo en el caso previsto en el artículo 259 (acuerdo de aumentar capital por nuevos aportes en sociedad anónima abierta excluyendo el derecho de suscripción).

El ejercicio del derecho de suscripción preferente, en este caso, se realiza dentro de un plazo máximo de cinco días útiles contados a partir de la fecha en que la sociedad anuncie la colocación de acciones en cartera.

8.3.3 Suscripción de acciones en aumentos de capital con aportes dinerarios o no dinerarios y capitalización de créditos contra la sociedad.

La doctrina española se ha inclinado a no reconocer a los accionistas el derecho de suscripción preferente fuera de las ampliaciones de capital en efectivo. La Directiva de la Unión Europea antes mencionada sólo reconoce la obligación de ofertar preferentemente de las nuevas acciones a los socios "en todo aumento de capital suscrito por aportaciones dinerarias", sin comprender, por tanto, bajo su ámbito de aplicación las ampliaciones *in natura*, el canje de créditos por acciones, ni la transformación de obligaciones ordinarias en acciones para el caso de que así lo aconseje el desenvolvimiento de la sociedad[578].

---

[575] GARCIA DE RENTERIA LORENZO - VELAZQUEZ, Javier. Ob. Cit. Pág. 283
[576] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Pág. 199
[577] MARTÍNEZ VAL, José María. Ob. cit.. Págs. 152 y 168
[578] SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. La Acción... Págs. 203 y 213

Elías Laroza[579] considera que si la sociedad acuerda un aumento de capital con uno o mas aportes no dinerarios, se debe respetar el derecho de los demás accionistas que deseen mantener su porcentaje de tenencia accionaria en la sociedad, es por ello que los artículos 213 y 214 de la ley peruana prescribe, que el acuerdo de aumento de capital con aportes no dinerarios o por capitalización de créditos debe reconocer el derecho de realizar aportes dinerarios por un monto que permita a todos los accionistas ejercer su derecho de suscripción preferente para mantener la proporción que tienen en el capital. Respecto al reconocimiento del derecho a realizar "aportes dinerarios", el mencionado jurista dice que no hay razón alguna para que sean dinerarios, en forma obligatoria, lo que es perfectamente factible es, que sean dinerarios o no dinerarios, siempre que haya acuerdo al respecto entre los aportantes y la sociedad.

9. Casos de Incompatibilidad entre Aumento de Capital con el derecho de preferencia

9.1 Aspectos Generales

Como se ha observado anteriormente, el aumento de capital con emisión de nuevas acciones produce la reducción de la participación de las antiguas acciones en el capital social y como consecuencia de ello en los beneficios y gestión de la sociedad. Ante esta situación, el ordenamiento jurídico trata de compensar al accionista otorgándole el derecho de suscripción preferente. En principio este derecho es aplicable a todos los casos de aumento de capital con emisión de nuevas acciones, pero hay que excluir situaciones que son incompatibles con la finalidad de dicho derecho y que es motivo del presente análisis.

El artículo 29 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del 13 de Diciembre de 1999 expedida por el Consejo de la hoy Unión Europea, dispone que el derecho de suscripción preferente se limita a los casos de aumento de capital por aportaciones dinerarias[580], lo que significa que las acciones nuevas que no se desembolsan en dinero se consideran que tienen destinatarios forzosos, frente a los cuales decae la preferencia de los accionistas[581].

De acuerdo con dicho criterio, la única prestación genérica que podrían realizar los antiguos socios, es el aporte de dinero, pero tales prestaciones pueden no armonizar con lo que la sociedad persigue, por ejemplo, procurarse masas patrimoniales en bloque o determinados elementos específicos, en este caso se puede decir que son incompatibles por naturaleza y no hay razón para mantener una preferencia, cuya puesta en marcha, dentro del proceso de aumento de capital, supondría únicamente impedir la operación proyectada o sustituirla por otra de esencia radicalmente diferente, confiriendo, de ese modo, al socio una posibilidad de veto frente a actuaciones legítimas: en consecuencia, según esta tesis, hay inaplicación de la preferencia al canje de crédito por acciones, incluyendo a la conversión de obligaciones simples en acciones, y a los aportes

[579] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Pág. 425
[580] http://europa.eu.int/eur-lex/es/lif/dat/1977/es_377L0091.html
[581] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. . Comentarios ...Pág 409

de bienes in natura, porque estos aumentos son intrínsecamente ajenos a las aportaciones dinerarias que presiden el ámbito de aplicación del derecho de suscripción preferente[582].

Pero eliminar *ex lege* el derecho de suscripción preferente al canje de créditos por acciones o entrega de éstas contra la aportación de elementos patrimoniales distintos del dinero, carece de suficiente justificación[583]. Es difícil hallar bienes que no se puedan adquirir con dinero, ni deudas que no se extingan con efectivo, por lo que no sirve de regla para fundamentar la exclusión del derecho de suscripción de los accionistas. Para Alfaro Aguila Real, desde el punto de vista de política legislativa, eliminar *ex lege* el derecho de suscripción preferente mediante canje de créditos por acciones o entrega de éstas contra la aportación *in natura*, supondría facilitar a la mayoría el ejercicio abusivo de su poder en el seno de la sociedad[584].

El artículo 207 de la ley prescribe, que en el caso de aumento de capital por nuevos aportes, los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir las acciones que se creen, excluyendo tal derecho, el aumento de capital por conversión de obligaciones en acciones y en los casos de reorganización de sociedades establecidos en la presente ley. Comprendería "el aumento de capital por nuevos aportes", aquellos aumentos de capital en los que se aportan bienes dinerarios o no dinerarios y el canje de créditos por acciones, dentro de los cuales se encontrarían las obligaciones simples; en estos casos, los accionistas antiguos se pueden sustituir aportando en dinero el valor de tales aportes, en tal sentido, no es incompatible el derecho de suscripción preferente.

Hay otros supuestos en los que el aumento de capital no es la causa de la operación en la que la sociedad está verdaderamente interesada, sino que ese aumento es sólo la consecuencia otras operaciones específicas y que necesitan para su materialización del correspondiente aumento de capital; Montoya Manfredi señala, que hay supuestos en los que no se podrá ejercitar el derecho de preferencia, por ser radicalmente incompatible con las exigencias peculiares de la operación de aumento de capital que dé lugar a la emisión de acciones, como son los casos de fusión de sociedades por el procedimiento de absorción, en el que la creación de nuevas acciones tienen un destino forzoso; el caso de conversión de obligaciones en acciones; el de emisión de nuevas acciones con cargo a reservas disponibles de la sociedad; aumento de capital con cargo a plusvalía del patrimonio[585].

Los supuestos de incompatibilidad del derecho de suscripción preferente pueden ser clasificados en dos grupos[586]:

1. En un primer grupo, se encuentran los casos en que la exclusión se justifica por la presencia de un interés social -apreciado ex lege- que proviene de la incompatibilidad entre una determinada operación

[582] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs. 208 y 214
[583] SÁNCHEZ ANDRES, Anibal. La Acción... Pág 217
[584] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Pág. 130
[585] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit. Pág. 209
[586] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Págs. 934, 935, 936 y 937.

societaria y la atribución de un derecho de suscripción a los accionistas; como ejemplo tenemos:

a) Conversión de obligaciones en acciones.

b) La absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad.

c) Aumento de capital con cargo a reservas, beneficios, primas de emisión y utilidades de la sociedad

2. En el segundo grupo, se reúne los supuestos en que la supresión presenta una finalidad sancionadora frente a situaciones irregulares de parte de los accionistas o de la sociedad, como por ejemplo:
   a) Suspensión del derecho de suscripción al socio moroso.

   b) Suspensión del ejercicio de derecho de suscripción incorporado a las acciones propias.

9.2. Aumento de capital por conversión de obligaciones en acciones.

Aparentemente, se puede entender, que cuando el legislador excluye el derecho de preferencia en caso de aumento por conversión de obligaciones en acciones, habría querido comprender tanto a las obligaciones simples[587], como a aquellas cuya posibilidad de conversión se encuentra anticipadamente prevista.

Pero mediante una interpretación sistemática del ordenamiento societario, se deduce que son a las obligaciones convertibles a las que se ha sustraído de la aplicación de la preferencia. Existen dos razones que sostienen la afirmación mencionada y que a continuación se explican[588]

a) La exclusión *ex lege* se fundamenta en la presencia de una operación manifiestamente incompatible con la oferta de las nuevas acciones a los antiguos socios, dicha manifiesta incompatibilidad solamente se da respecto a las obligaciones convertibles, ya que la sociedad se halla obligada a convertir dichas obligaciones en acciones (Fundamento teleológico).

b) En la emisión de obligaciones convertibles en acciones, los accionistas ostentan, como medio de protección, un derecho de suscripción sobre las mismas, en la emisión de obligaciones no previstas como convertibles, los accionistas no disponen de tal derecho y en consecuencia, la exclusión ex-lege del mismo crearía una situación de indefensión que nuestro ordenamiento jurídico rechaza.

[587] Son las obligaciones que en un momento dado la sociedad y los obligacionistas convienen redimir con fines de saneamiento u otros, para facilitar a sociedades en dificultades el desplazamiento de cargas financieras insoportables

[588] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pie de Pág. 936.

9.3 Aumento de capital en caso de fusión por absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad.

En el caso de fusión de dos o más sociedades por el procedimiento de absorción, la absorción de una o más sociedades por otra ya existente, implica la adquisición por ésta, de los patrimonios de las sociedades absorbidas, con la correlativa ampliación de capital. Tal ampliación se efectúa en la cuantía que proceda para entregar a los socios de las sociedades que se extinguen un número de acciones procedentes de ese aumento, en la medida proporcional a sus respectivas participaciones en las sociedades extinguidas. Tales acciones, nacen en este caso, con unos destinatarios forzosos, frente a los cuales los viejos socios de la absorbente - quienes por conducto de la absorbida reciben esos nuevos patrimonios- nunca podrán reivindicar el ejercicio de una preferencia para suscribir acciones, que se crean precisamente para ajustar la cifra del capital a la aportación patrimonial, que en última instancia, aportan los propios socios de las entidades que desaparecen.

En esta ocasión, el aumento de capital no es un fin en sí mismo considerado, sino que forma parte de la compleja operación de fusión y, por lo tanto, se inserta en el microsistema de fusión por absorción; desde ese punto de vista, es lógico que no juegue el derecho de suscripción preferente de los accionistas de la sociedad absorbente. Si hubiera de mantenerse la preferencia de los socios de la absorbente, en el aumento de capital que se acuerde para el canje de acciones de las absorbidas, la fusión resultaría sencillamente imposible.

Es el mismo fundamento, el que explica la exclusión del derecho de suscripción preferente cuando se presenta fenómenos de aportación del patrimonio escindido de otra sociedad a la absorbente que lo recibe, sociedad que habrá de incorporar al capital el valor de dicho patrimonio, aumentando su cifra estatutaria sin que sus socios tengan derecho a suscribir esas nuevas acciones, que se crean para compensar a los accionistas de las sociedades escindidas, quienes recibirán así total o parcialmente su antigua cuota en las referidas sociedades segregadas, merced a las acciones de la beneficiaria de la escisión, que recoge aquella masa patrimonial[589].

9.4 Exclusión del derecho de suscripción preferente al socio moroso

Los artículos 79 y 207 de la ley de sociedades disponen, que el socio moroso no tendrá derecho a la suscripción preferente respecto de las acciones cuyo dividendo pasivo no haya sido cancelado oportunamente. Esta limitación no afecta sólo al ejercicio de dicha facultad por la parte impaga, sino que impide la atribución de la preferencia sobre la parte de la acción que se encuentra pagada, con las consecuencias de generar un aguamiento *ex lege* de la cuota de participación del accionista moroso[590].

[589] Ver: GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. . Comentarios ...Pág 408; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs 209 y 210; PEDRESCHI, Jorge Luis. El aumento de capital en la Fusión de las Sociedades Anónimas. "El Peruano" del 08/02/94

[590] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 220

9.5 Suspensión del ejercicio de derecho de suscripción por adquisición de acciones propias

Al derecho de sociedades le interesa salvaguardar el principio corporativo, es decir que no se modifique la relación de fuerzas entre grupos de accionistas, ni mejore la posición de los administradores gracias al porcentaje de autocartera en manos de la sociedad[591].

Es por ello que el artículo 104 de la ley peruana, suspende el derecho de suscripción, en los casos en que la sociedad que acuerda el aumento se encuentre previamente en posesión de acciones propias; las acciones que mantiene la sociedad en **"autocartera"** generarían teóricamente, un derecho de suscripción, que por estar suspendido "acrecerá" proporcionalmente a los demás accionistas.

La doctrina dominante viene entendiendo, que además de no poder suscribir las nuevas acciones derivadas de las acciones que la sociedad emisora mantenga en "autocartera", no podrá vender tampoco los derechos de suscripción que de esas acciones deriven, tal negativa a autorizar la cesión de los derechos de suscripción, se basa en la idea de que la sociedad no podrá vender unos derechos que realmente **no posee**[592] .

Si consideramos, que el derecho de suscripción preferente, nace cuando la sociedad aprueba el acuerdo del aumento del capital por emisión de nuevas obligaciones, debe entenderse, que la suspensión de este derecho es equivalente a su exclusión; en tal sentido, la suspensión implicaría de facto un caso de exclusión en sentido estricto y no una limitación temporal de su ejercicio[593].

9.6 Aumento de Capital mediante capitalización de utilidades, reservas disponibles, primas de capital y excedentes de reevaluación de la sociedad;

En el supuesto de emisión de acciones nuevas con cargo a las reservas disponibles de la sociedad, cuya ejecución consiste en el traspaso de la cuenta de reservas a la de capital y entrega a los accionistas de nuevas acciones ordinarias en proporción a las que ya posean, sin exigirles desembolso alguno, tampoco entrará en juego el derecho de preferencia, ya que las acciones se reparten necesariamente a los antiguos socios, que en definitiva, queda cumplida la finalidad que persigue el derecho de preferencia. Garrigues y Uría expresan, que no hay derecho de suscripción porque las nuevas acciones pertenecen a los antiguos accionistas por ministerio de la ley[594].

Los mismos fundamentos tiene, la exclusión del derecho de preferencia en el caso de que los aumentos de capital se realicen con cargo a las utilidades, beneficios, primas de capital, y a la plusvalía del patrimonio.

---

[591] SÁNCHEZ ANDRES, Anibal Ley de S..Pág 63
[592] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 224 y 225
[593] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción... Pie Pág. 938.
[594] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. . Comentarios ...Pág 408

10. Exclusiones por acuerdo de accionistas en el Pacto Social o en Junta General

10.1 Casos en los que no procede la exclusión por acuerdo de accionistas

10.1.1 Aportes en especie y Capitalización de deudas de la sociedad

Como se ha comentado anteriormente, la doctrina española y la Directiva de la Unión Europea se han inclinado a no reconocer a los accionistas el derecho de suscripción preferente fuera de las ampliaciones de capital en efectivo, sin comprender en tal derecho, a las ampliaciones *in natura*, al canje de créditos por acciones, ni a la transformación de obligaciones ordinarias en acciones. En Italia, comenta Messineo, el Art. 2441 del código civil prevé que la asamblea delibere que las nuevas acciones hayan de ser, en todo o en parte, exoneradas del derecho de suscripción o de opción, cuando el aumento se efectúe mediante aportaciones en especie. Se considera que los viejos accionistas no son los que disponen de aquellos bienes; y la atribución de un derecho de opción no tendría significado[595].

Pero, como antes se manifestó, es difícil hallar bienes que no se puedan adquirir con dinero, ni deudas que no se extingan con efectivo, es por ello que los artículos 213 y 214 de la ley peruana prescriben, que el acuerdo de aumento de capital con aportes no dinerarios o por capitalización de créditos, debe reconocer el derecho de realizar aportes dinerarios por un monto que permita a todos los accionistas ejercer su derecho de suscripción preferente para mantener la proporción que tienen en el capital.

10.1.2 Existencia de Interés Social

La legislación española admite, que por acuerdo de junta general de accionistas pueda excluirse el derecho de suscripción preferente, cuando exista la presencia de un interés social que justifique la supresión; la presencia del interés social, exige una justificación objetiva que supone que sea adecuada, necesaria para la consecución del interés social, proporcional entre los medios y fines propuestos[596], asimismo, que el beneficio sea de todos los socios.

Alfaro Aguila Real[597] analiza las características de la justificación objetiva del interés social, las que sintetizamos a continuación:

a) **Adecuada.-** Que el objetivo de la operación pueda ser alcanzado mediante la exclusión del derecho de suscripción.

b) **Necesaria.-** El interés social exige, la exclusión si es imposible proteger simultáneamente a los antiguos socios en su interés de conservar su cuota de participación en la sociedad y el interés perseguido con la entrega a terceros de las nuevas acciones.

[595] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág 515
[596] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pág. 933 y 934.
[597] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Pág. 105, 106 y 107

c) **Proporcionalidad entre los Medios y Fines Propuestos.-** La exclusión sólo estará justificada, cuando el sacrificio impuesto a los accionistas venga compensado por el beneficio para la sociedad de dicha operación, siempre y cuando no existieran otras formas de obtener dicho beneficio que resulten menos perjudiciales para los antiguos accionistas.

d) **Beneficio de todos los Socios.-** El beneficio para la sociedad no es más que un beneficio común para todos los socios, la exclusión se justificaría desde el interés de cada uno de los socios, en cuanto que el beneficio que cada accionista obtiene de la operación (bajo forma de beneficio para la sociedad con el consiguiente aumento del valor de sus acciones) superaría al que obtendría de no excluirse el derecho (conservar sus derechos administrativos intactos). Messineo[598] dice que en el sistema general de la disciplina de las sociedades por acciones, no podría tener entrada aquel concepto según el cual el interés social debería concebirse, no como interés común de los socios (y, por consiguiente, de la sociedad como tal), sino como interés superior, que se contrapondría al de la totalidad de los socios.

Alfaro Aguila Real dice, que el interés social debe concebirse como interés exclusivamente de los socios, este concepto, es el más eficiente socialmente desde los incentivos que provoca. Los accionistas reciben la mayor parte de las ganancias y pérdidas y costes marginales de la operación. Por lo tanto, son ellos los que tienen los incentivos para tomar las decisiones de carácter discrecional. Perseguir intereses que no sean los de **maximizar el beneficio de los socios**, es decir, a tener en cuenta en su gestión los intereses de las comunidades locales donde la sociedad tiene factorías o lo de los trabajadores o los de la nación en general, aumenta intolerablemente el poder de los administradores o de la mayoría. Es mucho más fácil controlar a los administradores (o a la mayoría) si se limitan a maximizar los beneficios de la sociedad, que controlarlos si están al sirviendo de manera equilibrada a una batería de diferentes e incompatibles intereses. Al permitirles servir a diferentes intereses, en la práctica se sirven a sí mismos[599].

La dificultad real se presenta en la práctica, en el hecho de precisar los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, primero se estará ante un juicio de mérito reservado a la estimación autónoma de los órganos sociales (los administradores que proponen la exclusión y la junta que la acuerda), cuidando que concurra un doble criterio de valoración; el de lealtad que ha de presidir la actuación de los órganos sociales a la hora de proponer y adoptar las decisiones que mejor satisfagan el interés común; y el de fidelidad de los socios para no sacrificar dicho interés al provecho particular de los accionistas mayoritarios. Esta dificultad, en el Perú, donde la mayoría de sociedades tienen como accionistas mayoritarios a grupos familiares cerrados y el desarrollo de la sociedad anónima es embrionario, agrava los riesgos que la exclusión del derecho de suscripción pueda entrañar para los accionistas minoritarios. Por ello, la legislación peruana

[598] MESSINEO, Francesco. Ob. cit. Pág. 360
[599] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Págs 54, 55 y 56

a preferido reducir tales riesgos, incorporando tácitamente el interés social a otras figuras, como la señalada en el Art. 103 de la ley, o sea, que el contrato social o el acuerdo unánime de la junta general de accionistas, otorgue la opción para suscribir nuevas acciones a terceros o a algunos accionistas.

10.2 Casos en los que procede la exclusión por acuerdo de accionistas

10.2.1 Otorgamiento a terceros o a algunos accionistas la opción para suscribir acciones.

Se ha comentado, anteriormente, que en el caso de aumento de capital con nuevos aportes en bienes no dinerarios o mediante la conversión de créditos en acciones, no es posible excluir el derecho de suscripción preferente. Esta regla no puede ser inconmovible, ya que existen situaciones que el interés social exige la exclusión del derecho mencionado, entre ellas, las que pasaremos a mencionar:

a) Cuando la sociedad tiene interés en adquirir bienes que se aportaran por terceros y que no están disponibles en el mercado;

b) En el caso que la adquisición, vía aportación, permita ejecutar planes estratégicos de la sociedad, estableciendo relaciones de cooperación con otras empresas;

c) Cuando se requiera el aporte de bienes específicos (patentes, know-how, etc.), la obtención vía adquisición en el mercado, encarecería notablemente su coste para la sociedad o lo haría imposible;

d) Que el titular de la empresa o de los bienes que se desea adquirir no esté dispuesto a venderlos sino solo a permutarlos por acciones;

e) Que la sociedad no tenga los medios para la adquisición de determinada empresa o bienes y sólo pueda permutarlos por acciones;

f) En el caso de una operación de saneamiento, el nuevo inversor/gestor no estará dispuesto a participar en la operación si no puede obtener una compensación por aportar sus recursos, su capacidad gestora y su reputación que permitirán aumentar el valor de la sociedad en el futuro[600].

Para estas situaciones, la ley permite la exclusión del derecho de suscripción preferente, mediante el otorgamiento de la opción de suscribir acciones a terceros o a ciertos accionistas (artículos 103 y 207); para ello es imprescindible que lo establezca la escritura pública de constitución o lo acuerde la junta general con el voto favorable de accionistas que representen la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto. El otorgamiento de tal opción tendrá un plazo determinado que no excederá los dos años.

[600] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Págs. 124, 131, y 132

No se aplicarían las reglas de control de la exclusión, en el supuesto en el que el acuerdo de aumento de capital con atribución de la opción de suscripción de las nuevas acciones a terceros se adopte por unanimidad. Si la función de la norma es proteger a la minoría disconforme, carece de sentido su aplicación cuando dicha minoría no existe[601].

Esta figura tiene como principal inconveniente, en que la efectiva realización de esta operación exige el consentimiento unánime de los accionistas con derecho a voto, por lo tanto, existe el otorgamiento de un expreso derecho de veto a cada uno de los socios[602].

10.2.2 En las Sociedades Anónimas Abiertas

La realidad pone de manifiesto la existencia de tres subtipos de sociedades anónimas: las sociedades cerradas mas o menos familiares; las Anónimas con órganos deliberantes y administrativos de la sociedad, y las Grandes Sociedades Anónimas, titulares de las grandes empresas de la economía actual, sustancialmente bursátiles, con socios dispersos, o dispersados, y desatendidos de la sociedad y atentos a su cartera de valores, anónimas en las que el poder se absorbe por diversos medios ejecutivos"[603].

Las sociedades Anónimas abiertas son aquellas en las que se ha producido la "especialización, la separación entre propiedad y control de los accionistas, los que por su dispersión, tiene incentivos para ser controlado por los administradores. El control de estos y de su gestión queda pues a las constricciones que les imponga el mercado. Por el contrario, en las sociedades anónimas cerradas tal separación no se ha producido de forma que los accionistas son también (o controlan a) los gestores. La distinción tiene relevancia fundamentalmente, tanto porque los conflictos en la primera lo son entre administradores y accionistas, mientras que en la segunda, ocurren entre mayoría y minoría; porque su solución deriva de mecanismos de mercados, en el primer caso y de mecanismos societarios, en el segundo[604]

El derecho de suscripción es, precisamente la institución, a través de la cual, es posible percibir con mayor claridad las especiales características de las sociedades abiertas[605], tal como a continuación lo pasamos a detallar:

a) Debido al elevado número de sus accionistas, la participación de cada uno de ellos puede ser reducida. La sociedad AT&T cuyos directivos, al justificar la exclusión estatutaria del derecho de suscripción, señalaron que la protección de la participación del accionista frente a la dilución en dicha Sociedad carecía de sentido en la medida que existiendo "aproximadamente tres millones de accionistas, la mayor

[601] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Págs 79
[602] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pág. 929.
[603] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pie Pág. 990
[604] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Págs 82 y 83
[605] Ver: VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Páginas. 968 , 969 y 988.; y ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Pág. 125

participación que un accionista individual posee es inferior a una quincuagésima parte de uno por ciento.

b) Los accionistas pueden ser considerados como meros inversores, que simplemente aportan capital a la sociedad, más que como verdaderos titulares de la misma. Los accionistas suelen estar más preocupados por el nivel de dividendos que reciben, que por la dilución de su participación o la pérdida de control de la sociedad.

c) La oferta a los antiguos accionistas de las nuevas acciones puede demorar y encarecer considerablemente la operación del aumento de capital, además, puede limitar el acceso a la financiación. KUBLER, MENDELSON Y MUDHEIM consideran, que en las sociedades abiertas o bursátiles, el derecho de suscripción, de un lado, dificulta considerablemente el acceso a la financiación del mercado de capitales, que se caracteriza por su creciente internacionalización y volatilidad. No parece una alternativa razonable, para la sociedad, la de ofrecer primero las acciones a los antiguos accionistas y, caso de que estos no acudan, al público en general, ya que el efecto de descuento sería brutal, los terceros no tendrían ninguna indicación para creer que es un buen negocio participar en una operación si los propios antiguos accionistas no participan.

d) La existencia de un mercado regular de las acciones de las sociedades abiertas permite a sus accionistas evitar dilución de su participación adquiriendo en dicho mercado las acciones que le permitan mantener dicha participación que compensarían la pérdida que supone la ausencia de un derecho de suscripción, o bien abandonar la sociedad trasmitiendo dicha participación.

e) Los accionistas de las sociedades abiertas gozan, en su calidad de titulares de valores negociables, de adicionales instrumentos de tutela que les proporciona el Mercado de Valores y su ley especial, los que se encuentran dirigidos a salvaguardar, directa o indirectamente, el contenido patrimonial de su inversión. En ese sentido, la referida ley del mercado de valores garantiza a los inversores un considerable grado de información a través del sistema de auditorias, la transparencia y seguridad jurídica del mercado, el control de los intermediarios mediante su sometimiento a normas de conductas basadas en una absoluta prioridad del interés del inversor y un régimen sancionador frente al incumplimiento de la normatividad.

Por el contrario, en una sociedad cerrada la conservación de la participación es de gran trascendencia para el accionista por dos razones. De un lado, porque al existir un menor número de accionistas el porcentaje de participación en la sociedad es, por lo general, elevado. De otro lado, porque el porcentaje de participación en la sociedad se traduce en una porción de control de la misma[606]. En estas sociedades, la supresión del derecho de suscripción puede significar excluir a plazos a los socios

[606] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pág. 969.

minoritarios"; convertir a una sociedad independiente en una sociedad de un grupo; alterar sustancialmente el status quo y el equilibrio de poderes dentro de la sociedad; reducir la participación proporcional de los minoritarios de forma que pierdan "derechos de minoría", etc.; en cambio en las sociedades bursátiles, como ya lo hemos visto, el interés de los accionistas en seguir invirtiendo en la sociedad puede satisfacerse, aun cuando se excluya el derecho de suscripción, adquiriendo acciones en Bolsa. Tal posibilidad no existe en el caso de sociedades cerradas[607].

En materia legislativa, el ordenamiento jurídico de los Estados Unidos de Norteamérica en materia de sociedades, se ha dirigido hacia la eliminación del derecho de suscripción, pues la disciplina societaria estadounidense se estructura, básicamente, en torno al modelo de una sociedad abierta; en este país, se consideró que la atribución rigurosa del derecho de suscripción preferente causó múltiples problemas y especialmente, dificultó en gran medida el acceso de las grandes sociedades al mercado de capitales. Por ese motivo, a finales de los años veinte y principios de los treinta, se produjo una reacción contra el derecho de suscripción preferente, no solo desde un punto de vista doctrinal, sino también de una perspectiva jurisprudencial y legislativa[608].

En la doctrina británica, a raíz de la crisis de 1986, se criticó la atribución a los accionistas, en cada emisión de nuevas acciones, del derecho de suscripción. Si bien la Junta General de accionistas podía excluir aquel derecho, dicha exclusión debía ser acordada en relación a cada emisión de nuevas acciones. Por esta razón, el reconocimiento del derecho de suscripción era considerado una gravosa restricción a la libertad de la sociedad de emitir nuevas acciones con la rapidez y los costos que esta clase de operaciones exigía. En respuesta a dichas objeciones la regulación bursátil fue modificada en sentido de admitir, como ya se admitía respecto a las sociedades cuyas acciones no cotizaban en Bolsa, la delegación al órgano de administración, mediante acuerdo de la Junta General de Accionistas, de la facultad de excluir el derecho de suscripción. No obstante, importantes grupos de inversionistas institucionales, entre ellos la Asociación de Compañías Aseguradoras Británicas y la Asociación Nacional de Fondos de Pensiones, se opusieron rotundamente a la supresión del derecho de suscripción, en atención a la dilución de sus participaciones que la referida suscripción conllevaba. Fruto de dicha oposición y después de las negociaciones mantenidas entre instituciones en conflicto, se promulgó en 1987 una nueva normativa, que si bien admitía la exclusión del derecho de suscripción, la sujetaba a específicos límites en garantía de los accionistas[609].

En nuestro país, los Artículos 207 y 259 de la ley de sociedades, permite que las sociedades anónimas abiertas puedan acordar la exclusión del derecho preferente para suscribir las acciones que se creen como consecuencia del aumento de capital por nuevos aportes, estableciendo

[607] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Pág. 102
[608] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... .. Págs. 915 , 916 y 947.
[609] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción Pie Pág. 924 y 925.

como requisito que el acuerdo haya sido adoptado en la forma y con el quórum que establece el artículo 257 (es necesario cuando menos la concurrencia, en primera convocatoria, del cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto) y que además cuente con el voto de no menos del cuarenta por ciento de las acciones suscritas con derecho de voto.

Como se puede apreciar, de acuerdo a la ley peruana, en las sociedades anónimas abiertas, el aumento de capital con supresión del derecho de suscripción será normalmente válido y buscará evitar que tal aumento de capital no forme parte de una estrategia para alterar la estructura accionaria (y el control) de la sociedad[610]. El inciso 2 del artículo 259 dice que el aumento no debe estar destinado, directa o indirectamente, a mejorar la posición accionaria de alguno de los accionistas.

10.3 Requisitos Formales del acuerdo de Exclusión

La supresión del derecho de suscripción, es un recurso, que puesto en manos de la mayoría o de los administradores, presenta enormes riesgos para la minoría. Todos ellos están relacionados con el "status" de los minoritarios, que además de la merma patrimonial, se expresa en la reducción del protagonismo de los minoritarios o privación de los llamados "derechos de minoría"[611], entre otros. De ahí que el legislador se haya preocupado de rodear de una serie de garantías a la llamada "exclusión del derecho de suscripción preferente".

Se ha explicado anteriormente, que el artículo 207 de la ley establece, que mediante acuerdo de los accionistas se puede otorgar a terceros o a ciertos accionistas la opción de suscribir nuevas acciones, excluyendo el derecho de suscripción preferente que tiene todo accionista en el aumento de capital por nuevos aportes; pero este acuerdo debe contener los requisitos formales dispuestos por el artículo 103 de la Ley; tales requisitos son: el consentimiento escrito de los fundadores que conste en la escritura de constitución, cuando la constitución sea simultánea, o sea, de todos los accionistas fundadores. En el caso de constitución mediante oferta a terceros, se requiere el acuerdo de la mayoría absoluta de las acciones representadas en la asamblea de suscriptores, debiendo constar el otorgamiento de tal opción en el programa de fundación, en caso contrario, el acuerdo deberá efectuarse mediante el voto de la mayoría absoluta de las acciones suscritas, con la posibilidad que los suscriptores disidentes y ausentes ejerzan su derecho de separación (artículo 63).

Esta opción de suscripción excluyendo el derecho de suscripción puede establecerlo el Estatuto, cuando la sociedad se constituye. La Escritura de Constitución contiene tanto el Pacto Social como el Estatuto (artículo 53 de la Ley); el artículo 55 de la Ley dispone que el estatuto puede contener "los demás pactos lícitos que estimen convenientes para la organización de la sociedad", o sea, que cuando la sociedad se constituye, el otorgamiento de la

[610] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Pág. 85
[611] ALFARO AGUILA REAL, Jesús. Interés social y derecho de ... . Págs 77 y 78

opción puede establecerse en el estatuto. El peligro de la realización de rápidas ganancias a costa de transformar las acciones en simples instrumentos de especulación mediante el derecho estatutario de opción[612] se disipa con la exigencia de que el acuerdo debe constar en la escritura de constitución; ello significa que debe tener el consentimiento de todos los accionistas cuando la constitución es simultánea o protegido por el proceso de constitución cuando la constitución es por oferta a terceros.

En una sociedad preexistente, el mismo artículo 103 dispone que la opción de suscribir nuevas acciones otorgada a terceros o a ciertos accionistas, excluyendo el derecho de suscripción preferente, debe acordarse en junta general con el voto favorable de accionistas que representen la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto. Esta protección al derecho de suscripción preferente es exagerada, pues se está estableciendo un "derecho de veto" que puede ejercerlo el accionista que tenga una participación insignificante, por ejemplo, en los casos que la situación patrimonial de la sociedad requiera saneamiento, el aumento de capital mediante nuevos aportes, no implicaría una disminución del valor patrimonial de las acciones, la entrada de terceros o la mayor participación de determinado grupo de accionistas implicaría el fortalecimiento patrimonial de la sociedad, incluso puede evitar su salida del mercado. Boloña dice: "A muchas empresas -y, sobre todo, para las de tipo familiar- les cuesta entender que es preferible ser dueños de menos del 50% de algo positivo, que ser dueños del 100% de algo negativo'[613]. Por otro lado, las Sociedades Anónimas que tengan un número considerable de accionistas, necesitarían la concurrencia de todos sus socios titulares de acciones con voto, que en la realidad es casi imposible.

Respecto a la facultad de la Sociedad Anónima Abierta de excluir el mencionado derecho de suscripción, el artículo 259 de la ley establece que la Junta General de Accionistas debe cumplir con el quórum exigido para la modificación de Estatutos (50% en la primera convocatoria, 25% para la segunda, y la concurrencia de cualquier número para la tercera); además, se exige que el acuerdo cuente con el voto de no menos del 40% de las acciones suscritas con derecho de voto; esta última exigencia es absolutamente irreal por ser inalcanzable en este tipo de sociedades; por ejemplo, la General Motors, durante los años 1960 y 1970 se manejaban con el 7% del accionariado, siendo este 7% los únicos que asistían a las juntas[614]; en este caso la exigencia de votaciones tan altas convierte en impracticable la exclusión del derecho de suscripción preferente.

Para culminar este tema se debe examinar si es posible considerar que el acuerdo de la Junta de delegar en el Directorio la decisión de aumentar el capital podría llevar implícita la delegación de decidir la exclusión del derecho de suscripción preferente; o sí es necesario que haya un acuerdo expreso para su delegación.

---

[612] SALAS SÁNCHEZ, Julio. Exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista en los casos de emisión de nuevas acciones, IUS ET VERITAS Nº 11. Lima Noviembre de 1995. Pag. 18

[613] BOLOÑA BEHR, Carlos. Lecciones de Economía. IELM-SIL. Lima 1999. Pág. 103

[614] BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. "Comentarios a la nueva Ley General de Sociedades". Gaceta Jurídica Editores. Lima-Perú. 1998. Páginas 487 y 490

Como se ha analizado, el derecho de suscripción preferente resguarda el mantenimiento de la estructura accionaria y las respectivas cuotas de poder al interior de la sociedad anónima, asimismo, resguarda el valor económico de los paquetes accionarios de cada accionista, es decir, tanto su valor económico como su poder político, por ello, no parece ser adecuado que sean terceros (los directores) quienes tengan la facultad de decidir el ingreso de nuevos accionistas, excluyendo la participación de los antiguos. En tal sentido, los directores carecen de legitimidad para decidir respecto del interés de los accionistas de intervenir o no en un determinado aumento de capital, siendo los propios accionistas los que tienen la potestad de decidir la exclusión del derecho de suscripción preferente en un determinado aumento de capital en los casos permitidos por la ley.

Con respecto a la validez del acuerdo de la Junta General de Accionistas de delegar al Directorio, no solo la facultad de aumentar el capital, sino la de suprimir el Derecho de Suscripción Preferente, debe considerarse válido, ya que si se rechazara tal posibilidad, podría limitarse seriamente el ejercicio de la potestad de los administradores de aumentar el capital social, de acuerdo a las necesidades de la sociedad. Si se cuenta con el acuerdo de la Junta, en el sentido de excluir el derecho de suscripción preferente, esta facultad "delegada" de los administradores está sustentada en el acuerdo del órgano máximo de la sociedad el que, en las situaciones admitidas por la ley, ha decidido que las acciones que emita la sociedad, luego del acuerdo de los administradores expresamente autorizados, puedan ser ofrecidas a terceros, excluyendo el ofrecimiento a los antiguos accionistas[615].

En conclusión, ningún acuerdo de delegación de facultades al directorio, para elevar el capital, lleva implícita la facultad del directorio de decidir la exclusión del derecho de suscripción preferente, para ello se requiere, que la Junta General lo delegue expresamente. La exclusión del derecho de suscripción debe acordarlo la Junta General en los casos establecidos por la ley y con los requisitos formales que ella exige, los cuales han sido comentados.

11. Derecho de Acrecer

11.1 Antecedentes

El derecho de Acrecer, como derecho del accionista que ha ejercitado su derecho de suscripción preferente en el caso que queden acciones nuevas no suscritas por ciertos accionistas en proporción a su participación en el capital, tiene como uno de los primeros antecedentes el Decreto francés del 8 de agosto de 1935 que, de manera expresa, admite dicho derecho.

Posteriormente, la ley francesa de 1966, dispone que si algunos accionistas no han suscrito las acciones respecto a los cuales tenían derecho, a título irreductible, las que estuvieren disponibles son atribuidas a los accionistas que hayan suscrito a título reductible un número de acciones superior a aquel que

[615] SALAS SÁNCHEZ, Julio. Exclusión del derecho de suscripción... Pág. 22

ellos podrían suscribir a título preferencial, proporcionalmente a los derechos de suscripción que ellos disponen y dentro del límite de sus demandas.

El artículo 2441 del Código Civil italiano, modificado por ley del 7 de junio de 1974, concede a los accionistas que hayan ejercido su derecho de opción, por la parte que proporcionalmente les corresponda, una prelación sobre las acciones no suscritas, pero, tal facultad lo es respecto de las acciones vacantes en similares condiciones que estén dispuestas a suscribirlas, terceras personas.

En Argentina, el artículo 194, apartado 1, de la ley 19.550 (modificada por la ley 22.903) otorga al accionista el "derecho de acrecer en proporción a las acciones que haya suscrito en cada oportunidad".

En España, de darse el supuesto de que uno o más accionistas no hagan uso de su derecho de suscripción preferente, las acciones nuevas que queden disponibles podrán ser ofrecidas a personas extrañas a la sociedad o ser suscritas por los demás accionistas, Uría señala que la sentencia del 30 de octubre de 1975 declara que el accionista que haya suscrito las acciones nuevas que le correspondan no puede exigir la suscripción de las que queden disponibles[616], por que el accionista suscriptor de nuevas acciones, proporcional a las poseídas, agota su derecho no pudiendo exigir la suscripción de más, ni impedir, el ingreso de extraños a la sociedad, es decir, los accionistas en ejercicio del derecho de suscripción preferente no pueden exceder su cupo; de manera tal, que la ley española no concede el derecho de acrecer sobre las acciones vacantes[617].

En el Perú, la Ley de Sociedades Mercantiles (Ley 16123) tuvo una fuerte inspiración en la legislación Española, excepto cuando a diferencia de ésta legislación, se admite en el artículo 216 de la Ley 16123 que "si quedaran acciones sin suscribir, aquellos accionistas que hubieran ejercido el derecho de preferencia podrán suscribir a prorrata las acciones restantes"; la vigente ley de sociedades lo regula de manera mas encubierta expresando que "si - después de la primera rueda - quedan acciones sin suscribir, quienes han intervenido en la primera rueda pueden suscribir en la segunda rueda, las acciones restantes a prorrata de su participación accionaria, considerando en ella las acciones que hubieran suscrito en la primera rueda". La distancia que toma la legislación nacional respecto al ordenamiento jurídico español es explicable por la influencia de los grupos económicos tradicionales de poder que buscan mantener a la sociedad anónima como una entidad de carácter cerrado y familiar.

11.2 Concepto

De acuerdo al artículo 208 de la Ley General de Sociedades, el derecho de acrecer consiste en el derecho de los accionistas a la suscripción preferente de las acciones creadas dejadas de suscribir, en razón de que los accionistas que originalmente tuvieron el derecho de suscripción preferente no han ejercido ese

[616] URIA, Rodrigo. Ob. cit. Págs 275 y 276
[617] GAGLIARDO, Mariano. Ob. cit.. Pág 162 y 163

derecho. Este nuevo derecho es en proporción a su nueva participación accionaria.

11.3 Naturaleza

Al derecho comentado le asignaba el nombre de acrecer por su similitud con una institución típica del régimen sucesorio, cuya particularidad común al derecho de los accionistas es el de constituir un derecho no autónomo, sino reflejo o consecuencia de un cierto status jurídico; Asimismo, es una pretensión a un plus, que surtirá efectos según la conducta de los interesados[618].

En el Derecho de Sucesiones, si varios herederos o legatarios son instituidos en la totalidad de bienes sin determinación de parte o partes o en partes iguales (comunidad de bienes) y alguno de ellos no quiere o no puede recibir la suya, esta parte acrece la parte o partes de los demás coherederos o colegatarios.

Para Sánchez Andrés tal asimilación es técnicamente inexacta, ya que las relaciones de sociedad trascienden la pura comunidad de bienes[619].

Garrigues, Uría y Sánchez Andrés consideran que para determinar la naturaleza del derecho de acrecer se debe partir de que el derecho del accionista queda satisfecho cuando recibe exactamente el número de acciones nuevas que corresponde a sus viejos títulos, porque con esa atribución proporcional tiene asegurada la conservación del statu quo, o sea, en cuanto al poder de influencia que representaba su voto y en cuanto a la substancia patrimonial de sus derechos económicos; entonces, el reconocimiento de una facultad suplementaria para suscribir las acciones que queden disponibles no puede interpretarse sino como la concesión de un derecho que, técnicamente hablando, ha de considerarse distinto al anterior[620]. Este punto de vista se comparte en toda su extensión.

11.4 Justificación y riesgos

¿Qué ocurrirá cuando alguno o algunos de los antiguos accionistas ni trasmitan ni ejerzan personalmente el derecho de suscripción preferente que la ley les reconoce?. Lo primero que podría ocurrir, idealmente, es que la sociedad puede ofrecer las acciones no suscritas a terceros; pero puede suceder que la sociedad no pueda colocar las acciones no suscritas, con lo cual se haría imposible la ejecución del acuerdo de aumentar el capital en la cuantía acordada por la Junta General. Esta sería la justificación mas destacada para la existencia del "derecho de acrecer" de los accionistas que han hecho ejercicio de su derecho de suscripción preferente de acciones en primera rueda.

Sin embargo, los riesgos son mayores; por las razones que se pasa a detallar:

---

[618] GAGLIARDO, Mariano. Ob. cit.. Pág 161
[619] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs. 229 y 230
[620] Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios ...Págs 413 y 414; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs. 229, 230 y 306; NORMAND SPARKS, Enrique. "Banca y ... Pag. 89

a) Se invitaría a la articulación deliberada del aumento, por parte de los accionistas que controlan la sociedad, a fin que los socios no ejerciten todo o parte de sus derechos, lo que cabría entenderla como un supuesto de supresión o limitación de facto de la preferencia. De esta manera el grupo de accionista que controla la sociedad lograría automáticamente unas posibilidades de control frente a los demás, originando una situación mucho más peligrosa que una adquisición aislada de acciones por terceros, pues mientras en tal caso los viejos socios experimentan idéntico menoscabo patrimonial relativo, el segundo privilegio en la suscripción incrementa las posibilidades de control para algunos en la misma proporción que posterga la posición administrativa de los demás.

b) Si las circunstancias del aumento hacen imposible la existencia de un verdadero "mercado de derechos de suscripción", se podría considerar como una operación sospechosa, que derivan de los actos propios la sociedad, pues está poniendo de manifiesto la voluntad de limitar la oferta de suscripción al ámbito societario, consciente de que no será posible la venta a terceros.

c) En el caso de no existir un "mercado" para la negociabilidad de los derechos de suscripción preferente, denotaría la ruptura del principio de igualdad de trato que en este punto se manifestaría, en la adjudicación de sobrantes no suscritos en beneficio de los socios representativos o accionistas de control. Este principio de igualdad de trato se manifiesta en el principio de proporcionalidad, que no admite la creación y existencia de acciones u operaciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el derecho de suscripción preferente[621]. Respecto al derecho de suscripción preferente, este principio de proporcionalidad se encuentra consagrado en el artículo 207 de la legislación societaria del Perú; pero este principio es quebrantado por el artículo 208 del mismo cuerpo legal.

11.5 Ejercicio

El Artículo 208 de la Ley General de Sociedades expresa que luego que en la primera rueda, el accionista que tiene derecho a suscribir las nuevas acciones ha ejercido su derecho, si quedan acciones sin suscribir, puede suscribir, en segunda rueda, las acciones restantes a prorrata de su participación accionaria, considerando en ella las acciones que hubieran suscrito en la primera rueda.

12. Medios Alternativos de protección ante la dilución de las acciones

12.1 Aspectos Generales

12.1.1 Principios que inspiran los medios de protección ante la dilución de las acciones.

El respeto absoluto a los derechos patrimoniales del accionista individual, es un principio que debe estar presente en toda regulación societaria, suprimiendo

[621] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs.231, 271, 272 y 273

toda disposición que tienda a limitar tales derechos bajo la máscara de una supuesta "defensa" del ente social. Sólo de esa manera, los inversionistas individuales e institucionales tendrán confianza de invertir en Sociedades Anónimas Abiertas o de intervenir como accionistas minoritarios en Sociedades Anónimas Cerradas, sin el temor de que sus expectativas sean mediatizadas o anuladas por la mayoría que controle la gestión[622].

12.1.2 Origen del Derecho de Suscripción Preferente como remedio de equidad ante la dilución de las acciones.

La utilización fraudulenta del aumento de capital por parte de los administradores, fue el origen en los Estados Unidos, a principio del siglo XI, de la doctrina del derecho de suscripción preferente (*pre-emptwe right*). En el caso Gray v. Portland Bank de 1807, el Tribunal de Massachusetts proclamó la existencia de un derecho del accionista a suscripción; o sea que este derecho nació como una interpretación jurisprudencial de los principios generales del Derecho Societario, la atribución del derecho de suscripción, en este caso, no se fundamentó en su carácter de derecho esencial de los accionistas en todo aumento de capital por emisión de nuevas acciones, sino en su configuración como remedio de equidad frente a la actuación desleal de los administradores en un supuesto específico[623]. Es por ello que presenta limitaciones en la protección contra la dilución de las acciones; en particular, contra los derechos patrimoniales del accionista.

12.1.3 Limitaciones del Derecho de Suscripción Preferente.

La limitación del Derecho de Suscripción preferente como instrumento protector, se presenta cuando el accionista no dispone de suficientes recursos o no deseaba realizar la inversión. En estos supuestos, los administradores o los accionistas mayoritarios, aun ofreciendo a los accionistas minoritarios la posibilidad de suscripción, podrían reducir la participación de los accionistas minoritarios emitiendo un elevado número de nuevas acciones en un momento de escasa capacidad financiera de éstos. El problema se agrava cuando las acciones de la sociedad no tienen un mercado regular porque, en ese caso, los accionistas minoritarios ni siquiera podrían obtener la compensación económica que resultaría de la venta de sus derechos de suscripción o de sus acciones.

En los Estados Unidos de Norteamérica, el Tribunal que conoció el caso Kartzowitz v. Sidler, consideró que el derecho de suscripción no permitía a los accionistas de las sociedades cerradas, compensar, mediante su enajenación, la dilución económica de su participación ya que el mercado de las acciones de aquellas era muy limitado[624].

---

[622] JOSÉ MANUEL CALLE FIOCCO. Sociedad Anónima Abierta y Sociedad de Accionariado Difundido. Revista Peruana de Derecho de la Empresa. Sociedades y Mercado de Valores. ASESORANDINA S.R.LTDA. Noviembre, 1994. Pág. 84

[623] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pág. 944

[624] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pie de Pág. 950 y 955.

12.1.4 Fundamentos de los Medios Alternativos de protección ante la dilución de las acciones

El desequilibrio en favor del interés social y en detrimento del interés del accionista que la supresión y limitaciones del derecho de suscripción conlleva, justifica la necesidad del establecimiento de un sistema congruente y consistente de medios de tutela alternativos al referido derecho. Ejemplo: que el precio de emisión de las nuevas acciones corresponde con el valor real de las antiguas.

Por otro lado, se evidencia que en todos los casos que se vulnera el derecho de suscripción o se presenta la dilución patrimonial y política de las acciones, existe un incumplimiento de los deberes de los administradores, los cuales utilizan el aumento del capital para conseguir el control de la sociedad o para reducir la participación de accionistas minoritarios de la misma. En los Estados Unidos se produce una clara superposición de los mecanismos: derecho de suscripción y deberes fiduciarios, siendo irrelevante, en la mayoría de los casos, la existencia del derecho de suscripción, puesto que, la solución, no solo sería similar, sino mas eficiente para el sistema jurídico norteamericano, como es la doctrina de los deberes fiduciarios[625].

12.2 Prima de Emisión

12.2.1 Acciones con Prima

La cobertura de una acción, o sea, el precio que habrá de pagarse por ella al suscribirla, puede ser menor que su importe nominal ("emisión bajo la par"), podrá ser un precio igual a su valor nominal ("a la par"), o más alto cuando (emisiones sobre la par) la acción se emite con prima; entonces, acciones con prima son aquellas que se colocan por una suma superior a su valor nominal; la diferencia que se paga es un ingreso suplementario para la sociedad.

El precio pagado por las acciones emitidas “sobre la par”, se desagrega en dos rubros: el primero equivalente al valor nominal se integra el capital social, y el segundo denominado "prima" se consigna en una cuenta denominada capital adicional.

Esta figura de la acción con prima, se presenta cuando la sociedad coloca acciones, considerando que quienes desean ingresar como accionistas a la sociedad deben asumir un costo adicional[626].

12.2.2 Concepto de Prima

La prima se configura como la cuantía suplementaria que sobre el nominal de la acción debe proporcionar el suscriptor para acceder a su titularidad[627]. Representa normalmente el importe de las reservas de la sociedad, así como el

[625] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pág. 984.y Pie de Pág. 948.
[626] HUNDSKOPF E., Oswaldo. Ob. cit.. Págs. 95
[627] Ver: URÍA, Rodrigo, Ob. cit Pág. 261, y SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 83

importe de la plusvalía adquirida por el activo social y está destinada a mantener la igualdad económica entre los antiguos y los nuevos accionistas[628].

12.2.3 Función

La prima tiene como función la nivelación de la situación patrimonial de los nuevos accionistas con los antiguos, que son los que habían venido soportando la constitución de reservas a costa de reducir la cuantía de los beneficios repartibles en períodos anteriores y por tanto, también los únicos que hasta ese momento habían venido corriendo los riesgos inherentes a una empresa social, en la que los nuevos socios se incorporan cuando aquella estructura patrimonial está ya en situación estable, y hasta holgada y provechosa[629], o sea, que se establece en reconocimiento a los antiguos accionistas por el esfuerzo realizado para colocar a la sociedad en condiciones de solvencia presente y proyecciones sólidas hacia el futuro[630]. Es por ello que la exigencia de desembolso íntegro de la prima, es una regla que es pensada, sobre todo, para la protección de los socios frente a la dilución que supondría la entrada de terceros en una sociedad próspera[631].

12.2.4 Naturaleza

Para Messineo, el sobreprecio pagado por los suscriptores extraños a la sociedad, no es una utilidad, sino un aumento patrimonial, gozando de la naturaleza de reserva legal ya que incluso contribuye a constituirla, por tanto, el sobreprecio no puede ser distribuido a los accionistas, mientras la reserva legal no haya alcanzado el límite máximo fijado por ley del capital social en su nuevo monto, incluyendo la emisión de las nuevas acciones[632].

Al respecto, se debe tener presente que éstas tampoco forman parte del capital, tampoco de la reserva legal y no comparten la naturaleza de otras reservas, siendo repartibles con mayor facilidad, ya que su reparto no supone la puesta en marcha de ninguna de las garantías que lleva consigo la devolución o desafectación de aportaciones (reducción, nuevas cuentas de reserva o compensadoras), por ello, es difícil sostener que tales primas tengan la naturaleza de una verdadera aportación. Sin embargo, Sánchez Andrés la califica de aportación de segundo grado, este jurista considera que la prima comparte la naturaleza de la aportación, no sólo porque la ley disciplina su desembolso con referencia a la cobertura de la acción, sino porque lo hace con tal rigor, que llega a configurar dicha prima a modo de aportación previa, una aportación que ha de ser entregada íntegramente de antemano siempre que alguien se proponga suscribir la acción u acciones de que se trate.

En este caso de colocación de acciones con prima, lo que va a exigirse al suscriptor no es sólo la cobertura del capital de la acción, sino también la aportación de su propia cuota de reservas (prima), a fin de que las preexistentes

---

[628] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios .... Pág 380
[629] SÁNCHEZ ANDRES, Anibal. La Acción... Pág 77
[630] SALAS SÁNCHEZ, Julio. Exclusión del derecho de .... Pag. 17
[631] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 67
[632] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 517

sigan nutriendo efectivamente el mayor valor que disfrutaban las acciones antiguas[633].

12.2.5 Destino

Para Garrigues y Uría las primas de emisión han de ser destinadas en primer término a incrementar la reserva legal, y que cuando esa reserva esté completa podrán ser repartidas a los accionistas las cantidades recibidas por ese concepto[634]. Las primas de emisión se deben incorporar en la cuenta capital adicional y serán repartibles cuando la reserva legal haya alcanzado su límite máximo (20% del Capital Social), si se completa el límite máximo de la reserva legal con parte de las primas de capital, puede distribuirse el saldo de éstas (Artículo 233 de la Ley).

12.2.6 Cálculo

Garrigues y Uría dicen, que teóricamente el valor de la prima correspondiente a cada acción debería ser rigurosamente proporcional al importe de las reservas, Sánchez Andrés expresa, que teóricamente el valor de la exigible, para la suscripción de cada acción, debería coincidir matemáticamente con la cuota de reservas que antes del aumento nutría el mayor valor patrimonial correspondiente a las acciones antiguas (teórico-contable); pero en la práctica, aunque lo lógico y lo prudente sea tomar esa proporción como base de cálculo, ni la prima se podrá valorar matemáticamente, ni representará, por tanto, el equivalente absoluto de las reservas, porque siempre entran en juego toda una serie de factores que influyen en la fijación del importe o cuantía de la prima aconsejable en cada caso, tales como la situación del mercado de valores, la cotización de las viejas acciones, la solidez de las inversiones de la empresa (precio de mercado)[635].

Debe tenerse en cuenta que si quiere alentar la suscripción de las acciones, no será posible, en ningún caso (por tanto tampoco en los aumentos), extremar la exigencia de la prima hasta hacer coincidir exactamente, su cuantía, con el valor teórico o potencial que pueda llegar a alcanzar la acción. La determinación de la prima es, antes de nada, un asunto de prudencia en el plano financiero, y de leal comportamiento y respeto a la buena fe, que en la actuación de su medida concreta adopten los administradores; una medida que deberá tratar de coordinar el interés de la sociedad con el más escrupuloso respeto a los derechos de los accionistas[636].

12.2.7 Limitaciones.

Aunque los nuevos accionistas accedieran a la sociedad desembolsando una prima que igualase la cuota de reservas que nutren el mayor valor de las acciones antiguas, éstas no pueden evitar la pérdida de sustancia política a efectos de voto y otros derechos de minoría; pero si la ampliación se hace sin prima, colocando las acciones "a la par", cuando el valor intrínseco de las acciones es mayor que el nominal, tendrá lugar además el aguamiento de su

[633] SÁNCHEZ ANDRES, Anibal. La Accion ... Págs. 77 y 88
[634] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. . Comentarios ...Pág 381
[635] Ver: GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentarios .... Págs 380 y 381; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 90
[636] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Págs 90 y 91

contenido económico, por lo que se explica la opción legislativa dirigida a reconocer una preferencia al socio en los que la prestación que puede aportar el accionista como tal es equivalente a la de cualquier sujeto ajeno a la sociedad (acciones con prima y sujeto al derecho de suscripción preferente)[637].

12.2.8 Compatibilidad con el Derecho de Suscripción Preferente

MESSINEO considera que la prima y el derecho de suscripción preferente son conceptualmente antitéticos e incompatibles[638]. Otros estiman que el derecho de suscripción puede neutralizarse con el establecimiento de una prima de capital que incremente el patrimonio de la sociedad en el monto equivalente a las reservas y al valor de "empresa en desarrollo" al momento de acordarse el incremento del capital[639].

Vásquez Albert dice, que al analizar la protección que ofrece el derecho de suscripción en los aumentos de capital y constatar las deficiencias de este derecho generadas por la iliquidez de las acciones en las sociedades cerradas, se plantea la posibilidad de exigir, en determinados supuestos, el establecimiento de primas de emisión con el objeto de compensar las reservas acumuladas[640].

Para Sánchez Andrés la opinión, hoy generalizada, es que la acumulación de la prima con el derecho de suscripción es suficientemente justificada, en base a dos argumentos principales: El primero, que la prima, siendo un instrumento con efecto antidilución, nunca asegurará la conservación del antiguo porcentaje de votos, que protege mejor el derecho de suscripción preferente. El segundo, el derecho de suscripción preferente es un mecanismo insuficiente, en aquellos casos en los que las acciones no cotizan en Bolsa, y en los que, por consiguiente, la venta del derecho de suscripción puede resultar muy difícil a falta de un mercado institucionalizado en el que ese derecho pueda negociarse. Se da la circunstancia de que el socio que no desee ejercitarlo por no poder (o no querer) aumentar su cuota de participación (y de responsabilidad) en la sociedad debería soportar la dilución que subsigue al aumento sin ningún mecanismo compensatorio, experimentando un perjuicio que la emisión de acciones con prima evitará cuando menos en la esfera patrimonial. Es por ello que la asociación de emisiones sobre la par con reconocimiento de una preferencia contemporánea de los antiguos socios para suscribirlas elimina al propio tiempo las insuficiencias que cada uno de esos sistemas presenta.

Sánchez Andrés dice que en la legislación española se halla antecedentes al respecto, como el artículo 8 de la Ley de 31 de diciembre de 1946, desarrollado por Orden de 28 de noviembre de 1947, que estableció que en la emisión de nuevas acciones con derecho preferente de los accionistas se haría desembolsando el valor nominal más la parte proporcional de reservas imputables a cada título[641].

---

[637] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 200
[638] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág 517
[639] KRUGER ORTIZ DE ZEVALLOS, Carlos. Derecho de suscripción preferente. GESTION 3/2/98. Pag.8.
[640] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pie Pag. 987.
[641] SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción... Pág. 80

12.3 Deberes Fiduciarios

12.3.1 Concepto

En los Estados Unidos de Norteamérica, la imposición de deberes fiduciarios constituye un instrumento de tutela alternativo al derecho de suscripción, en la medida que protege a los accionistas frente a las emisiones de nuevas acciones que, lejos de fundamentarse en la presencia de un interés social, lesionan los intereses de dichos accionistas, producto de una actuación desleal de los administradores.

Los deberes fiduciarios, han sido considerados y continúan siéndolo en la actualidad, en el país antes mencionado, un mecanismo de tutela más eficaz que el derecho de suscripción preferente, tanto desde una perspectiva doctrinal, como legislativa y jurisprudencial.

Los deberes fiduciarios pueden definirse como los deberes de los administradores de cuidar de los intereses de la sociedad y de darles prioridad incluso frente a los propios intereses personales[642].

12.3.2 Sujetos Obligados

Un Tribunal norteamericano, en el caso Yoakam v. Providenes Biltmore Hotel Co., consideró que la protección de los accionistas podría lograrse de un modo más justo sometiendo tanto a los administradores como a los accionistas mayoritarios de la sociedad a un mas estricto deber de fidelidad en la emisión de nuevas acciones, que observando dogmas legales como derecho de suscripción preferente[643]. Como se aprecia que los sujetos obligados a observar los deberes fiduciarios son los administradores (Directorio, Gerentes) como a los accionistas mayoritarios o mejor dicho los accionistas que ejercen el control de la sociedad anónima.

12.3.3 Contenido

El Tribunal de Apelación de New York señaló que, a pesar de no gozar de un derecho de suscripción, los accionistas se hallan protegidos por la doctrina de los deberes fiduciarios; en virtud de estos deberes, el eventual trato desigual de los accionistas debían hallarse justificado por una actuación de buena fe, una finalidad empresarial y, tratándose de una sociedad cerrada, la imposibilidad de lograr aquella finalidad mediante otros medios. Por otra parte, la carga de la prueba de estos extremos correspondía a los administradores.

En este sentido, la noción deberes fiduciarios engloba dos categorías: el deber de diligencia (duty of care) y el deber de lealtad (duty of loyalty)[644].

---

[642] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Págs. 954 , 955, 958 y 959.
[643] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pág. 951.
[644] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pie de Pág. 956 y Pág. 959.

a) Deber de Diligencia.- El deber de diligencia exige que los administradores actúen con la profesionalidad y diligencia (skill and care) que una persona ordinariamente prudente ejercería en su posición ante similares circunstancias, prohibiéndole abusar de tal posición para beneficiarse a costa de la compañía, exigiéndole actuar de "buena fe" y "del modo que razonablemente considere mas adecuado para los intereses de la sociedad".

b) Deber de Lealtad.- La aplicación del deber de lealtad ha permitido a los tribunales estadounidenses impedir, en consideración al principio de equidad, que una actuación injusta devenga lícita por el simple hecho de ser legalmente posible. En ese sentido, el deber de lealtad, obliga a los administradores, en determinadas circunstancias, a ofrecer a los socios antes que a terceros, a pesar de la ausencia de un derecho de suscripción, las nuevas acciones emitidas en un aumento de capital. Esta tendencia de origen jurisprudencial ha sido denominada "*quasi preemptive right*".

12.3.4 Inconvenientes y limitaciones

Los inconvenientemente y limitaciones de la doctrina de los deberes fiduciarios serían los siguientes:

A. La declaración judicial de incumplimiento de los deberes fiduciarios suele traducirse en una condena a indemnizar los daños y perjuicios sufridos. Aunque rara vez en la invalidez de la operación que ha motivado dicho incumplimiento.

B. La doctrina de los deberes fiduciarios también plantea graves problemas de carácter procesal, en relación a la prueba de su incumplimiento.

C. Los deberes fiduciarios presentan dos significativas excepciones de origen jurisprudencial que actúan como límites al control judicial:

a) La regla de la discrecionalidad empresarial (business judgment rule), excluye la responsabilidad de los administradores cuando éstos toman sus decisiones racionalmente y en consideración a la información de la que disponen.

b) La presencia de una finalidad, empresarial, exime de responsabilidad a los administradores cuando su conducta se halla orientada a la satisfacción de los intereses de la sociedad[645].

[645] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pág. 960, 961 y 968.

12.4 Derecho de Separación

12.4.1 Concepto

El derecho de separación constituye un derecho establecido para tutela del socio frente a la mayoría, que le permite apartarse de la sociedad, con reembolso del valor de sus acciones, cuando se presentan determinadas causales relacionadas con la modificación estatutaria en sus aspectos fundamentales, que ordinariamente son señaladas por la ley, pudiendo establecerlo también los Estatutos.

12.4.2 Compatibilidad con el Derecho de Suscripción Preferente

En el contexto estadounidense, el derecho de separación se considera un medio de tutela alternativo al derecho de suscripción en la medida que ofrece al accionista que se ve privado de este último derecho la posibilidad de abandonar la sociedad sin experimentar un desmedro patrimonial en su cuota de participación[646].

12.5 Compensación Económica

El reconocimiento, por parte del Tribunal de Massachussets, del derecho del accionista a suscribir una parte proporcional de las nuevas acciones, se basó, en primer término, en el hecho de que en el caso concreto el aumento de capital no en una operación nueva y desvinculada de la suscripción de capital inicialmente inscrito, sino que se trataba de la ejecución del acuerdo inicial de los accionistas previsto en los estatutos, por que el capital podría llegar hasta una cifra máxima, que en aquel momento no se había agotado. En segundo término, el Tribunal solamente reconoció al accionista a ser indemnizado por la pérdida económica que le produjo la negativa por parte de la sociedad a su oferta de suscribir acciones, sin que en ningún momento se tratara la cuestión de la pérdida del poder de voto de la accionista por la emisión de dichas acciones[647].

Se puede considerar, teniendo en cuenta preponderancia de los derechos patrimoniales contenidos en las acciones, que se podría excluir el derecho de suscripción preferente compensando a los accionistas por la dilución de sus acciones; inclusive el derecho de acrecer debiera ejercitarse previa compensación a los accionistas que no pueden o no desean ejercer su derecho de suscripción preferente.

12.6 Otros

Existen circunstancias en el que se debería cuestionar si es necesario mantener el derecho de suscripción preferente, privilegiando una supuesta protección de los derechos políticos del accionista, cuando no existan reservas ni beneficios, como por ejemplo cuando el patrimonio neto de la sociedad es igual o inferior al capital social y esa situación se mantenga

[646] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pág. 963.
[647] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción ... Pie Pág. 944 y 945.

durante varios ejercicios económicos, requiriendo la empresa, saneamiento patrimonial; se debe considerar que este caso debiera ser causal de exclusión del derecho de suscripción preferente.

13. Consideraciones Preliminares

a) El derecho del accionista, además de exigir cada año una parte de los beneficios, tiene el derecho a no ser indebidamente privado de sus derechos sobre los beneficios realizados y las reservas constituidas.

b) Cuando la marcha de la empresa social es floreciente y la compañía tiene un patrimonio neto superior a su cifra de capital, cualquier ampliación de capital realizada a la par, en la que los suscriptores se limitan a desembolsar el nominal del título, reducirá proporcionalmente la diferencia entre capital y patrimonio, produciendo la correlativa desvalorización de las acciones antiguas. Se vulnera el derecho del accionista sobre los beneficios acumulados cuando la sociedad aumenta su capital social, en la medida en que la cifra de patrimonio se reparte ahora entre un número mayor de títulos, la diferencia entre el valor nominal y el teórico-contable que presentaban las acciones antiguas no sólo se reduce, sino que una parte de aquel valor intrínseco emigra también a las acciones nuevas, determinando un fenómeno de "aguamiento" o dilución patrimonial de los antiguos títulos. El aumento del número de títulos tendrá también como consecuencia, la aminoración del porcentaje de facultades políticas y administrativas que previamente disfrutaban los viejos accionistas.

c) La función del derecho de suscripción preferente, es evitar el aguamiento o dilución del porcentaje de participación social que disfrutaban los viejos socios como consecuencia de una ampliación de capital con entrada de terceros, y en general, mantener el status quo del conjunto de derechos atribuido a los accionistas, en razón de un determinado número de acciones.

d) El Derecho de Suscripción Preferente no es suficiente para la protección del accionista frente a las acciones dolosas de los socios mayoritarios, es por ello que deben considerarse no justificados por el interés social las operaciones cuya finalidad exclusiva sea la de modificar la estructura accionarial en perjuicio de accionistas minoritarios reduciendo su participación o bloqueando la posibilidad de configurar una mayoría diferente a la actual y declarar la nulidad de estos acuerdos por lesionar el interés social, que es la **maximación de las ganancias comunes**.

e) Las objeciones al derecho de suscripción las detallaremos a continuación: **La concurrencia del derecho de suscripción y de la doctrina de los deberes fiduciarios como mecanismos de tutela del accionista;** la atribución rigurosa del derecho de suscripción preferente causó múltiples problemas, dificultando el acceso de las grandes sociedades al mercado de capitales; la insuficiencia del derecho de suscripción como instrumento de tutela del accionista debido a sus múltiples excepciones y limitaciones, sobre todo en sociedades con diversas clases de acciones, muy extendidas en la práctica estadounidense; La indefensión del accionista cuando este no disponía de suficientes recursos para

suscribir las nuevas acciones o, simplemente, no deseaba realizar dicha inversión.

f) La ley dispone que la única forma de trasmitir el derecho de suscripción preferente separado de la acción es incorporándolo en los Certificados de Suscripción Preferente, pero en caso de que la acción no haya sido incorporado a un certificado, o la sociedad acuerde no emitir los Certificados mencionados, lo justo sería que la transferencia de los derechos de suscripción preferente pueda realizarse mediante cesión de derechos.

g) Donde existan socios que disfruten el derecho de suscripción preferente en una medida más que proporcional se producirá una correlativa postergación del resto de los accionistas que verán diluirse su cuota de participación de modo progresivo cada vez que la sociedad acuerde un aumento de capital en el que intervengan con preferencias de desigualdad medida y carácter los distintos grupos de accionistas.

h) En el caso de las acciones privilegiadas típicas, denominadas acciones sin voto, se le reconoce el derecho de suscripción preferente sobre cualquier clase de acciones y de obligaciones convertibles que emita la sociedad, a fin de mantener su proporcionalidad en el capital social.

i) Hay supuestos en los que el aumento de capital no es la causa de la operación en la que la sociedad está verdaderamente interesada, sino que ese aumento es sólo la consecuencia otras operaciones específicas que necesitan para su materialización del correspondiente aumento de capital; en estos supuestos, no se podrá ejercitar el derecho de preferencia, por ser radicalmente incompatible con las exigencias peculiares de la operación de aumento de capital que dé lugar a la emisión de acciones, pues la creación de nuevas acciones tiene un destino forzoso (fusión por absorción, conversión de obligaciones en acciones; emisión de nuevas acciones con cargo a reservas disponibles, aumento de capital con cargo a plusvalía del patrimonio, etc.).

j) La ley permite la exclusión del derecho de suscripción preferente mediante el otorgamiento de la opción de suscribir acciones a terceros o a ciertos accionistas, cuando lo establezca la escritura pública de constitución o lo acuerde la junta general con el voto favorable de accionistas que representen la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto, pero el principal inconveniente es que la efectiva realización de esta operación exige el consentimiento unánime de los accionistas con derecho a voto, por lo tanto, existe el otorgamiento de un expreso derecho de veto a cada uno de los socios.

k) La facultad de la Sociedad Anónima Abierta de excluir el mencionado derecho de suscripción con los requisitos formales, no solo del quórum exigido para la modificación de Estatutos, sino que el acuerdo de Junta General cuente con el voto de no menos del 40% de las acciones suscritas con derecho de voto, es irreal por ser inalcanzable en este tipo de sociedades, convirtiendo en impracticable la exclusión del derecho de suscripción preferente.

l) Ningún acuerdo de delegación de facultades al directorio para elevar el capital lleva implícita la facultad del directorio de decidir la exclusión del derecho de suscripción preferente, para ello se requiere, que la Junta General lo delegue expresamente.

m) El derecho de acrecer en nuestra legislación, consagra la influencia de los "Grupos Económicos Tradicionales de Poder" que buscan mantener a la sociedad anónima como una entidad de carácter cerrado y familiar, siendo éste una facultad suplementaria y distinta al derecho de suscripción para suscribir las acciones que queden disponibles, ya que con el ejercicio del referido derecho de suscripción tiene asegurada la conservación del statu quo, o sea, en cuanto al poder de influencia que representaba su voto y en cuanto a la sustancia patrimonial de sus derechos económicos. Este derecho quebranta el principio de proporcionalidad, ya que le da preferencias para suscribir nuevas acciones en una proporción superior a su participación en el capital social.

n) La limitación del Derecho de Suscripción preferente como instrumento protector, se presenta cuando el accionista no dispone de suficientes recursos o no deseaba realizar la inversión, agravándose problema cuando las acciones de la sociedad no tienen un mercado regular porque, en ese caso, los accionistas minoritarios ni siquiera podrían obtener la compensación económica que resultaría de la venta de sus derechos de suscripción o de sus acciones

o) La acumulación de la prima con el derecho de suscripción es suficientemente justificada ya que otorga una plena protección al accionista y supera las limitaciones de la prima y del derecho de suscripción preferente.

p) La legislación societaria podría disponer que el derecho de separación pueda ofrecer al accionista que se ve privado del derecho de suscripción preferente, la posibilidad de abandonar la sociedad sin experimentar un desmedro patrimonial en su cuota de participación.

q) Podría excluirse el derecho de suscripción preferente compensando a los accionistas por la dilución de sus acciones; inclusive el derecho de acrecer debiera ejercitarse previa compensación a los accionistas que no pueden o no desean ejercer su derecho de suscripción preferente.

r) La legislación nacional debería incorporar como causal de exclusión del derecho de suscripción preferente, cuando no existan reservas ni beneficios, o sea, el patrimonio neto de la sociedad es igual o inferior al capital social y la empresa requiera saneamiento patrimonial.

Capitulo IX
DERECHO A IMPUGNAR LOS ACUERDOS SOCIALES

1. Justificación

El proceso de formación de la voluntad de las personas y la manifestación de la misma, son de vital importancia para el derecho, debido a que las personas se interrelacionan jurídicamente a través de la formación y manifestación de sus voluntades. Las sociedades forman su voluntad a través de distintos órganos, mediante procedimientos establecidos por la ley y el estatuto. En la sociedad anónima, es la junta general de accionistas el órgano supremo para la formación de la voluntad social, y lo hace en los aspectos más relevantes de la vida social[648].

Como lo hemos manifestado anteriormente, las decisiones de la junta se toman por mayoría de votos, o sea, la junta funciona bajo el principio democrático de la mayoría combinado con el principio capitalista, en el sentido de que la mayoría no se forma por personas, sino por participaciones de capital. Existe la presunción que la mayoría es la que mejor resguarda el interés general de la sociedad, atribuyéndosele en consecuencia, el carácter de voluntad social. Pero sólo pueden valer como manifestaciones de voluntad colectiva, aquellas decisiones de la mayoría que están tomadas en una asamblea convocada, reunida y celebrada con arreglo a un régimen de garantías inexcusables para el buen funcionamiento del régimen corporativo de formación de la voluntad colectiva y para que se pueda atribuir a la mayoría, como soporte de esa voluntad, el poder de imponer sus decisiones a todos los miembros de la colectividad.

Todos los socios, sin excepción alguna, quedan sometidos a los acuerdos de la junta. La ley refuerza el postulado de la sumisión declarando explícitamente que incluso alcanza a los disidentes y a los que no hayan participado en la reunión[649]. Pero se sobreentiende que la sumisión sólo tiene plena vigencia frente a los acuerdos válidos e inatacables. No es una sumisión incondicional. El accionista entra en la sociedad para someterse a la voluntad social, pero la mayoría, a su vez, debe respetar la ley y los estatutos e inspirar sus decisiones en el interés social. Ningún socio, ni siquiera el que hayan votado a favor, debería quedar sometidos a un acuerdo contrario a la ley[650].

Garrigues y Uría dicen, que el principio mayoritario es el único que permite el funcionamiento práctico de las sociedades anónimas. Pero ello no significa, dejar a los accionistas minoritarios, o a los accionistas que no secunden con su voto los acuerdos sociales, totalmente a merced de la mayoría, cuando ésta, con olvido de sus deberes, lesiona los intereses de la sociedad comunes a todos los accionistas o infringe los mandatos de la ley y de sus propios estatutos. La soberanía de la junta se ha movido siempre dentro de un sistema de límites y la sumisión al voto de la

---

[648] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de Sociedades comentada. Editora Normas Legales. Trujillo, Perú 1998.Págs. 88, 293 y 294

[649] Por socios disidentes hay que entender aquellos que hayan votado en contra del acuerdo; y por socios ausente a los no participantes en la reunión, los que, aparte de no asistir personalmente a la junta, no se hayan hecho representar en ella por medio de otra persona.

[650] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. "Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas". Tomo II. Segunda Edición. Madrid..Págs 499 y 500

mayoría, que nunca fue incondicional y sólo podía tener vigencia los acuerdos válidos e inatacables[651].

Por otro lado, el abuso de poder de la mayoría se manifiesta a través de resoluciones en asamblea, porque es precisamente la asamblea quien tiene la función de sustituir las voluntades particulares, formándolas, transformándolas, y reduciéndolas a una síntesis, la cual es la voluntad del ente. En tal sentido, impugnando esas resoluciones, se abre la vía para revisar la coherencia de la actuación asamblearía en lo que incumbe a los fines sociales y no al de los accionistas individualmente considerado, así sea mayoría[652]. En el ejercicio de las acciones de impugnación, encontrarán las minorías su mejor instrumento de defensa contra el abuso de poder de las mayorías[653].

En realidad, la función del derecho de impugnación consiste en impedir que la mayoría excedan los límites de sus facultades, obligándolas a que desenvuelvan su acción dentro del marco de la ley, del Estatuto Social o que no lesione los intereses de la sociedad[654].

Pero, la minoría o el accionista aislado, también debe ser constreñido a no salir de sus propios límites, porque si perjudicial fuese dejar a la sociedad anónima sometida al poder omnímodo de quienes representen en la junta la mayoría del capital, peligroso sería igualmente, el ejercicio caprichoso, abusivo y temerario de las acciones de impugnación por una minoría irresponsable. La función de la minoría, en el orden interno de la sociedad anónima, es sencillamente de control. No puede pretender la imposición de cortapisas al poder legítimo de los grandes accionistas, sino procurar que hagan uso legal de sus derechos[655]. Ello significa que no puede admitirse el hecho que por querer proteger al accionista minoritario se llegue al extremo, de convertir a la minoría en una fuerza decisoria que dirija la marcha de la sociedad contra los acuerdos de la mayoría[656].

2. Definición

El derecho de impugnación, es uno de los principales mecanismos de control que la ley societaria reconoce en favor de todos los socios, con el fin de que cualquiera de ellos pueda cuestionar la validez de los acuerdos adoptados en la junta general de una sociedad, haya asistido o no a aquella[657], y se ejerce ante los órganos jurisdiccionales del Estado a fin de que el Juez declare la nulidad del acuerdo que contraviene la ley, los estatutos o el interés social.

3. Naturaleza Jurídica

Sobre la naturaleza del derecho de impugnación, tenemos diversas teorías que pretenden explicarla y que a continuación se analizan:

---

[651] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la Ley de ... .Pág 621 y 622

[652] DE AGUINIS, Ana Maria y BURDERSKY, Arnoldo. "El abuso de poder de la mayoría". Temas de Derecho Comercial, Conflictos Societarios; Instituto Argentino de Derecho Comercial. Editorial Abaco de Rodolfo de Palma. Buenos Aires. 1983Págs 166 y 167.

[653] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la Ley de ... .Pág 500

[654] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Impugnación de Acuerdos de Juntas Generales de Accionistas (I). "El Peruano" del 06/11/95. Págs B-6 y B-7.

[655] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la Ley de ... .Págs 622 y 623

[656] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Impugnación de Acuerdos de .... Págs B-6 y B-7.

[657] MURO ROJO, Manuel. Impugnación y Nulidad de Acuerdos Societarios. Gestión del 07-05-98. Pag. 10

Se afirma que al impugnar los acuerdos de la junta general el socio actúa como órgano de defensa social para remediar la deficiente actuación de la junta general[658], pero también lo utiliza para la defensa de sus derechos individuales incorporados en la acción y que es protegido por la ley.

Se dice que el derecho de impugnar los acuerdos de la Junta General es un derecho potestativo ya que el socio tiene la facultad o no de ejercitarlo[659]; pero el carácter potestativo se deduce al calificarlo de derecho subjetivo.

Es un derecho personal porque es inherente a la condición de accionista; condición que no solamente debe sostenerse al momento de tomarse el acuerdo materia de la impugnación sino que debe mantenerse durante todo el proceso[660]. Pero por derecho personal debe entenderse al vínculo jurídico predominante entre dos personas (a diferencia del real, en que prevalece la relación entre una persona y una cosa), debiendo haber dualidad de sujetos: un acreedor y un deudor[661] y en este caso se ejercita el derecho de acción procesal contra el estado para obtener la tutela jurisdiccional.

Uría considera que el socio impugnante ejercita un derecho subjetivo, porque en el fondo de toda impugnación se encuentra siempre un interés del socio, que es el constante propulsor de su acción, independientemente de que satisfaga al propio tiempo el interés de los demás socios o el de la sociedad[662]; Hundskopf entiende que esta facultad, para formular su pretensión sobre la base de su apreciación personal, debe compatibilizarse con el interés social[663], sin embargo, se debe precisar, si es un derecho subjetivo material o derecho subjetivo público dirigido contra el estado para obtener la tutela jurisdiccional.

La jurisprudencia y la ley, en diversos países, habían proclamado la condición del derecho de impugnación, como uno de los derechos individuales del socio, hallándose los motivos de impugnación sustraídos a la libre disposición de las partes[664]. Se debe tener en cuenta, tal como reconoce el artículo 150 de la Ley, que este derecho no es privativo del accionista; asimismo, podría considerarse, en determinadas circunstancias como un derecho de los accionistas minoritarios, que puede ser accionado por un grupo de accionistas, como por ejemplo, para la suspensión de acuerdos, el artículo 145 de la Ley requiere una cantidad de acciones que representen un determinado porcentaje del capital social.

Algunos afirman, que el derecho de impugnación es un derecho complementario al derecho de voto y también con el derecho a la previa información, que sirve para cautelar la correcta formación de la voluntad social, la cual, es distinta e

---

658 Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la Ley de ... .Pág 627 y URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANOS, José María. La Junta General de Accionista. Comentarioos al Regimen Legal de las Sociedades Mercantiles dirige por Uria, Menendez y Olivencia. Editorial Civitas. Madrid 1992. Pag. 315

659 Ver: HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación de acuerdos de Juntas Generales o de Accionistas y su ejercicio a través de acciones judiciales. IUS ET VERITAS Nº 11- Noviembre de 1995 - Lima Perú. Pag. 66 y HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Impugnación de Acuerdos de..... Pags B6 y B7

660 Ver: HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Pág. 66 y HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Impugnación de Acuerdos de..... Pags B6 y B7

661 ENCICLOPEDIA JURIDICA OMEBA. Tomo VIII . Editorial Bibliográfica Argentina. Buenos Aires 1958 Página 363

662 Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la Ley de ... .Pág 628 y URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANOS, José María. La Junta General de....Pág. 315

663 HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Pág. 66

664 URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANOS, José María. La Junta General de....Pág. 315

independiente de la voluntad de los accionistas que forman la Junta General y que se pueden ejercitar en defensa de la ley, del estatuto y del interés social[665]; pero el derecho a impugnar los acuerdos será también apto para tutelar, además de los derechos de voto e información, a los otros derechos del socio si éstos vienen desconocidos, o reciben configuración distinta a la que la ley permite, por decisión de la junta.

Sánchez Andrés expresa que el mal llamado derecho del socio a impugnar los acuerdos sociales, tal como aparece regulado en la ley, ni es un verdadero derecho subjetivo material, ni es privativo del socio, ni se refiere exclusivamente, a acuerdos sociales en sentido estricto, considera este ilustre jurista que, bajo esa rotulación incorrecta lo que verdaderamente la ley regula es un mecanismo procesal, que abre cauce al ejercicio de pretensiones de contenido muy diverso. El llamado derecho a impugnar los acuerdos sociales, más que expresar ese carácter, debe considerarse únicamente como el reconocimiento de una legitimación procesal que, por lo demás, no resulta ciertamente exclusiva del socio. El reconocimiento legal de la genérica legitimación del socio para impugnar, no significa que ese poder de impugnación de acuerdos, que disfruta por ley, constituya un derecho subjetivo material integrante de su esfera jurídica desde la fundación de la sociedad; porque aquella legitimación no nace hasta la adopción del acuerdo hipotéticamente viciado[666].

La legitimación procesal es una condición de la acción, que junto con los presupuestos procesales, son requisitos para la existencia de una relación jurídica procesal válida, iniciada mediante el ejercicio del derecho de Acción Procesal, que es el derecho público subjetivo que corresponde a cualquier persona, y que tiene objeto obtener del Estado la prestación de su actividad jurisdiccional mediante una sentencia[667]. Este derecho presenta las siguientes características: **Derecho público, c**onstituye una atribución ejercitable ante el Estado (de ahí lo de público) personificado en la persona del Juez, en virtud de la cual se puede reclamar la puesta en marcha del mecanismo jurisdiccional a fin de que con ello se preserven los derechos materiales lesionados (o amenazados) de los justiciables; **Derecho subjetivo,** cualquier persona puede demandar a otra por cualquier concepto y cualquiera fuera la cuota de razón que le asista; **Derecho es abstracto**, es un derecho de "continente" y no de "contenido"; es el derecho a promover un proceso y a que en el mismo recaiga sentencia; y **Derecho autónomo,** derecho independiente y distinto del derecho subjetivo material que se desea mantener incólume mediante el ejercicio de la acción[668].

4. Acuerdos impugnables

4.1 Consideraciones Generales

Los acuerdos y asamblea válidas, son aquellas tomadas de conformidad a las normas de ley y de estatuto[669]. El derecho de la mayoría en la Junta General de

[665] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Pág. 66

[666] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción y los Derechos de los Accionistas. Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por: Uría, Menéndez y Olivencia. Tomo IV. Volumen 1º, Editorial Civitas S.A.. Madrid, 1992. Págs. 103, 141, 142 y 145

[667] ALZAMORA VÁLDEZ, Mario. Derecho Procesal Civil. Teoría General del Proceso. Sexta Edición. Lima-Perú 1975. Edit. SESATOR. Pág 62

[668] PEYRANO, Jorge - CHIAPPINI, Julio. El Proceso Atípico. Parte segunda. Editorial Universidad SRL. Buenos Aires. 1984. Págs. 131 y 132

[669] DE GREGORIO, Alfredo. De las Sociedades y de las Asociaciones Comerciales.En "Derecho Comercial"de Bolaffio - Rocco - Vivante. Tomo 6. Ediar Editores, Buenos Aires 1950.. Pag 696

Accionistas tiene como limitación, todas aquellas decisiones de la mayoría que vulneran la ley, los estatutos, los derechos individuales de los socios y el interés social, incluyendo dentro de esta última, el abuso del derecho por parte de la mayoría[670].

En nuestro marco legal, dice Hundskopf, el hecho de que no exista una diferenciación expresa, no impide considerar como acuerdo nulo el que es contrario a la ley y como acuerdo anulable o que atenta contra el Estatuto o el interés social[671]. Es así como lo establece la legislación española. Pero, en el Perú, la última reforma legislativa unifica las causales de nulidad, no diferenciando los acuerdos nulos y anulables. Como se sabe, la primera distinción que hace el derecho civil entre actos nulos y anulables es que los primeros carecen de efecto, mientras los segundos producen normalmente sus efectos, pero están amenazados de destrucción a pedido de parte interesada[672]; en el derecho societario, si bien la nulidad de los actos nulos o anulables tienen efectos *ex tunc* (se retrotae al momento en que se produjo el acto) para la sociedad y los accionistas, no afectará los derechos adquiridos por terceros de buena fe[673]. En el derecho civil el acto nulo no puede ser convalidado mediante confirmación, mientras el acto anulable si puede ser confirmado expresa o tácitamente; en el derecho societario el acuerdo nulo o anulable puede ser revocado, o sustituido por otro adoptado conforme a ley, al pacto social o al estatuto. En el derecho civil la acción de nulidad prescribe a los diez (10) años y la de anulabilidad a los dos años; en el derecho societario el derecho de impugnar el acuerdo nulo o anulable caduca a los dos meses de la fecha de adopción del acuerdo si el accionista concurrió a la junta, a los tres meses si no concurrió, y tratándose de acuerdos inscribibles, dentro del mes siguiente a la inscripción. Asimismo, terceros pueden interponer la acción de nulidad prevista en la ley de sociedades o en el código civil, caducando al año de la adopción del acuerdo respectivo utilizando el proceso de conocimiento.
Como se puede apreciar, la Ley de Sociedades unifica todas las acciones de nulidad de los acuerdos sociales que los accionistas se encuentran legitimados a interponer, regulando además la impugnación de terceros basados en las causales de nulidad de la ley societaria o las del código civil.

El Artículo 139 de la ley dice que pueden ser impugnados los acuerdos de Junta General que sean contrarios a la ley, se opongan al estatuto o que lesionen, en beneficio de una o varios accionistas los intereses de la sociedad, como a continuación detallamos.

4.2 Nulidad del Acuerdo contrario a la ley

4.2.1 Nulidad en la formación de la voluntad colectiva

a) Nulidad por falta de requisitos formales en la Constitución de la Junta.- La validez del acuerdo presupone el cumplimiento de los requisitos formales que la ley exige para la regular la constitución y funcionamiento de las juntas generales. Por ejemplo, la publicidad de las reuniones de los órganos

[670] ELIAS LAROZA, Enrique. "La protección del inversionista en la ley de sociedades mercantiles". Bolsa de Valores de Lima. "La ley de sociedades mercantiles y la protección del inversionista". Diciembre de 1982.. Pág 94
[671] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Págs. 66 y 67
[672] TORRES VASQUEZ, Anibal. Acto Jurídico. Editora San Marcos. Lima, Perú,1998 Pág 586
[673] ELIAS LAROZA, Enrique. *"Ley General de Sociedades... Pág 308*

sociales, en este caso de la junta general, resulta indispensable para dar oportunidad a todos sus integrantes de asistir a deliberar u votar en los asuntos tratados[674]. Los requisitos exigidos para que la asamblea pueda considerarse constituida son esenciales y que su falta conduce a la nulidad de las deliberaciones, puesto que no se puede hablar de defectos o vicios de los acuerdos si la asamblea o junta general no se ha constituido jurídicamente. Esto significa que si es inexistente la junta general o asamblea de accionistas, tampoco puede existir acuerdo de junta general[675]. En consecuencia, serán nulos los acuerdos tomados en una reunión de accionistas que no puede reputarse verdadera y válida junta general[676]. Así por ejemplo:

1) Por falta de convocatoria (artículo 113 de la Ley);

2) Por no haber sido convocada por el directorio o los administradores (artículo 113);

3) Por no haber sido convocada en la forma prevista por la ley. Forma y contenido del anuncio (artículo 116);

4) Por no haber sido constituida con la necesaria concurrencia mínima de accionistas o sin observar las prescripciones dictadas para las juntas especiales (artículos 124, 124, 126 y 132 de la Ley);

5) Por haberse celebrado con carácter de junta universal sin estar presente los titulares de todas las acciones suscritas con derecho de voto o no haber existido unanimidad de los accionistas en la celebración y en los puntos de la agenda a tratarse (artículo 120 de la Ley);

6) Por haberse reunido fuera de la localidad en que la sociedad tenga su domicilio (artículo 112 de la Ley);

7) Por no haber sido formada la lista de asistentes (artículo 123 de la Ley);

8) Por haber sido ilegítimamente privado de asistir a la junta algún accionista (artículo 95 inciso 2 de la Ley);

9) Por suprimir radicalmente todo debate o deliberación privado a los accionistas asistentes del derecho de voz (artículo 95 inciso 2 de la Ley).

b) Nulidad por falta de requisitos formales en el Acuerdo de la Junta.- No obstante la válida constitución y regular funcionamiento de la junta, la nulidad de los acuerdos podrá provenir por no haberse podido formar la voluntad colectiva[677]. Como referencia mencionamos los siguientes casos:

1) Cuando no haya sido tomado el acuerdo con la mayoría de votos de las acciones concurrentes a la Junta según lista de asistentes (Art. 127 de la

[674] ELIAS LAROZA, Enrique. *"Ley General de Sociedades... Pág 89*
[675] DE GREGORIO, Alfredo. De las sociedades ... . Pag. 698
[676] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 329, 330, 331
[677] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 331

Ley).

2) Cuando el acuerdo no haya conseguido la mayoría especial que la ley exige en determinados casos (Art. 127 de la Ley).

3) Cuando hayan sido decisivos para formar la mayoría, votos que adolezcan de algún vicio que los invalide (Artículos 127 y 133 de la Ley).

4.2.2 Nulidad por el Contenido del Acuerdo

Serán nulos los acuerdos cuyo contenido vulnere un mandato legal[678], así podemos anotar los siguientes casos:

a) Los acuerdos contrarios a la moral, al orden público o a las buenas costumbres (artículo 38);

b) Los que violen en derechos que la ley concede a los accionistas (artículos 95 y 96);

c) El de emisión de acción desembolsadas en menos de una cuarta parte de su valor (artículo 52);

d) La de emisión de acción que no respondan a una afectiva aportación patrimonial a la sociedad (artículos 51 y 74);

e) El de aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias sin estar totalmente desembolsadas las accionistas emitidos (artículo 204);

f) El de creación de acciones con voto plural o que alteren la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el de suscripción preferente; o con derecho a percibir un interés fijo (Art.. 82, 83 y 207);

g) El de exclusión del derecho de suscripción preferente sin cumplimiento los requisitos legales (artículos 95,96, 103, 207 y 259);

h) El de reparto de dividendos siendo el valor del patrimonio neto contable inferior al capital social (artículo 230);

i) El de distribución de beneficios sin detraer el mínimo correspondiente a la reserva legal (artículo 229);

j) El de emisión de títulos representativos de obligaciones desiguales (artículo 304);

k) El de conversión de obligaciones en acciones, sin haberse previsto la conversión al emitirse las obligaciones o sin contar con el acuerdo previo de las obligacionistas (artículos 315 y 322);

---

[678] Ver: URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 331, y HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Pág. 67

l) El acuerdo que admitiese en prenda acciones de la propia sociedad (artículo 106)

Messineo dice, que si se trata de la deliberación que se aparte de las normas de ley derogables, la misma no puede considerarse ilegal; y la impugnación no es admisible[679]. Sin embargo en el sistema de una ley como la peruana, que tiene el carácter marcadamente imperativo, la cuestión se plantea excepcionalmente.

4.3 Nulidad del Acuerdo contrario al Estatuto

Los acuerdos en conflicto con los estatutos serán nulos, así sean adoptados con las mayorías requeridas por ley, o incluso por unanimidad. El funcionamiento de la sociedad anónima debe adecuarse a las disposiciones de su estatuto. Con ello se otorga seguridad a los accionistas y a terceros que se relacionan con la sociedad. La sociedad puede modificar sus estatutos, con los procedimientos y formalidades previstas para ello, pero no podrá adoptar un acuerdo contrario a una disposición estatutaria si antes no la ha modificado. La modificación puede efectuarse con anterioridad o en la misma junta en la que se adopta el acuerdo[680].

Si se trata de un acuerdo que se aparte de las normas estatutarias derogables, ésta no puede considerarse ilegal y la impugnación no es admisible[681].

Uría señala, que de acuerdo al ordenamiento español, cuando la norma preceptor estatutario que se infringe no haga más que reproducir un mandato legal imperativo, la violación del estatuto implicará también violación de la Ley[682].

4.4 Nulidad del Acuerdo contrario al Interés Social

La ley establece, que es un acuerdo impugnable aquel que lesione, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad, porque esos acuerdos, aunque están revestidos de ordinario con ropaje legal, en el fondo entrañan un grave peligro para los demás accionistas. Uría dice, que precisamente a través de acuerdos de esa índole, es donde tienen manifestación más clara el abuso y la extralimitación del poder de las de las mayorías. Cuando la mayoría, que debe ser el interprete del interés social como un interés superior común a todos los accionista, toma un acuerdo que sin violar la ley o los estatutos pospone los intereses de la sociedad al interés egoísta de uno o varios socios, se debe permitir a los demás la impugnación del acuerdo como único medio de defender los intereses de la sociedad y los intereses propios que van inexcusablemente unidos al interés social común[683]. El interés social, como anteriormente expresamos, debe entenderse como la maximación de las ganancias comunes.

---

[679] MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. RELACIONES OBLIGATORIAS SINGULARES. Ediciones Jurídicas Europa_América. Buenos Aires.. Pág 455
[680] ELIAS LAROZA, Enrique. *"Ley General de Sociedades... Pág 89*
[681] MESSINEO, Francesco. Obra Citada. Pág 455
[682] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág.334
[683] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 335 y 336

Debe estimarse que no cabe exigir que el perjuicio se produzca en el momento mismo de adoptarse el acuerdo impugnado, ni que haya de esperarse que la lesión se produzca para proclamar la nulidad, pues ha de considerarse suficiente la fundada previsiblidad de lesión[684].

Por último, si es que ha existido daño a los intereses de un accionista o de un grupo de accionistas minoritarios por la decisión tomada por la Junta General en mayoría, no es suficiente para determinar que ha existido abuso del derecho, debe existir la falta de interés legítimo; porque habiendo interés legítimo de la mayoría, concordando ese interés legítimo con el interés social, aun cuando puedan dañarse determinadas aspiraciones o determinados derechos del accionista minoritario, esa decisión sería plenamente válida y no sería impugnable por la causal de abuso de derecho[685].

A continuación y a manera de ejemplo mencionamos algunos casos en que la mayoría utilizando sus poderes, toma un acuerdo, que sin violar la ley o el estatuto pospone el interés social, entendiendo éste como la maximación de las ganancias comunes. Aquí algunos ejemplos que atenta contra el interés social:

a) Cuando el acuerdo de modificación de derechos de clases de acciones consiste en mejorar los de un grupo de accionistas y empeorar los de otros sin ninguna justificación[686];

b) La no distribución sistemática de dividendos y la constitución de reservas irrazonables que no corresponden a una política de inversión en base al auto-financiamiento que lo justifique o explique, o con el propósito de desinteresar a la minoría[687];

c) Cuando se establezca un camino dañino para ciertos accionistas, habiendo otros caminos factibles, menos dañinos o sin daño alguno, para lograr el mismo objetivo;

d) Si la decisión de la Junta General de Accionistas adoptada por mayoría es irracional o no razonable, desleal para los demás accionistas o que merezca ser tachada como de mala fe o de abuso de confianza[688];

e) Tomar una decisión que puede ser muy conveniente a la mayoría (que pueda pertenecer a un grupo económico que se beneficia con el acuerdo), pero no conveniente al interés social. El interés social por si sólo se erige en determinante de la nulidad de una decisión, cuando la mayoría, sin actuar en propio beneficio, ha hecho jugar valoraciones extrasocietarias que dañan la sociedad. En este caso no se presenta un conflicto de intereses entre mayoría y minoría, sino un conflicto de intereses entre la mayoría y la sociedad[689].

---

[684] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANOS, José María. La Junta General de....Pág. 338
[685] ELIAS LAROZA, Enrique. *"La* protección del inversionista en..... Pág 93.
[686] ELIAS LAROZA,Enrique. . "La protección del inversionista en... Pág 113
[687] DE AGUINIS, Ana Maria M. y BURDERSKY, Arnoldo J... "El abuso de poder de la ... Pág 173
[688] ELIAS LAROZA, Enrique. *"La* protección del inversionista en..... Pág 93.
[689] DE AGUINIS, Ana Maria M. y BURDERSKY, Arnoldo J.. "El abuso de poder de la ..... Págs 169, 170 y 171

5. Vía Procedimental para los procesos de Impugnación

a) La Nulidad del Acuerdo contrarios a la ley por falta de requisitos formales en la Constitución de la Junta. (defectos de convocatoria o falta de quórum) se tramitan por el proceso sumarísimo (artículo 143) ya que no requiere para su esclarecimiento de un proceso amplio.

b) La Nulidad del Acuerdo contrarios a la ley por falta de requisitos formales en el Acuerdo de la Junta se tramita por el proceso abreviado (Artículo 143)

c) La Nulidad del Acuerdo contrarios a la ley por el Contenido del Acuerdo se tramita por el proceso abreviado (Artículo 143)

d) La Nulidad del Acuerdo contrarios al Estatuto se tramita por el proceso abreviado (Artículo 143)

e) La Nulidad del Acuerdo contrarios al Interés Social se tramita por el proceso abreviado (Artículo 143)

f) La Ejecutoria Suprema del 08/02/95 (Exp. 128-95)expresó que las impugnaciones fundados en las causales de nulidad que establece el código civil, quedan sometidas a dicho código y se substanciarán en juicio ordinario (hoy proceso de conocimiento)[690]. El artículo 150 de la Ley expresa, que la Acción de Nulidad para invalidar los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil que puede interponer cualquier persona con legítimo interés, se sustanciará en el proceso de conocimiento.

6. Legitimación Activa y Pasiva, Intervención de terceros

6.1 Legitimación activa

a) Asistentes a la Junta.- El Artículo 140 de la Ley prescribe que la impugnación de los acuerdos contrarios a la ley societaria, a los estatutos o al interés social puede ser interpuesta por los accionistas que en la junta general hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo.

Cuando la ley habla de "accionistas ... en la junta" se refiere en principio, a los accionistas con derecho de voto, pues, sólo quienes tengan este derecho y lo ejerciten en la junta, pueden cumplir el requisito legal de hacer constar su oposición al acuerdo[691]. Para estar legitimado no basta que el asistente a la junta se haya opuesto con sus votos al acuerdo, se requiere que vote en contra y haga constar en acta su oposición, descartando la posibilidad de que quien, habiendo asistido a la junta y no se haya opuesto al acuerdo de la mayoría, pueda impugnarle después judicialmente.

---

[690] LEDESMA NARVAEZ, Marianella, Ejecutores Supremos en Derecho Mercantil 1990 - 1995 Cultural Cuzco S.A Lima 1996. Pag. 142, 143 y 144

[691] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 345

En el caso que el accionista hubiera votado en contra sin dejar constancia en el acta del sentido de su voto, únicamente serviría para el cómputo de la mayoría que forma la voluntad social, pero no legitimaría al accionista para ejercer la acción de impugnación, ya que es necesario que el accionista declare en forma expresa su oposición, a efectos de no contribuir de manera alguna a la formación de un acuerdo viciado de nulidad.

De igual modo, carece de legitimación para esta acción especial, el socio que votó afirmativamente para la adopción del acuerdo y que posteriormente haya hecho constar su oposición al acuerdo ya sea por carta simple o por conducto regular[692].

b) El Accionista Ausente.- El artículo 140 de la Ley expresa que la impugnación de los acuerdos contrarios a la ley societaria, a los estatutos o al interés social puede ser interpuesta por los accionistas ausentes. Como se aprecia, están legitimados activamente los socios ausentes, sea justificada o no su inasistencia. Por accionistas ausentes se debe entender no solo quien no acudió a la Junta, sino también quien habiendo asistido se retiró de la misma temporalmente, dejando la constancia que señala el artículo 124 de la ley (al momento de formularse la lista de asistentes), de tal manera que no se encontraba presente en el momento de la adopción del acuerdo que se pretende impugnar[693].

c) Privados ilegítimamente de emitir su voto.- Se encuentran legitimados para impugnar los acuerdos contrarios a la ley societaria, a los estatutos o al interés social, los accionistas que fueron ilegítimamente privados de emitir su voto (Artículo 140). Esta norma se aplicaría en el caso que quien preside la Junta, impida al socio ejecutar su derecho de voto, amparado en algún pretexto o invocando incorrectamente en la Junta las causales del artículo 133 de la Ley[694], o sea, que se considere arbitrariamente que dicho accionista no puede ejercer el derecho de voto por tener, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad.

d) Accionistas sin derecho de voto.- El citado artículo 140 dispone que en los casos de acciones sin derecho a voto, la impugnación sólo puede ser interpuesta respecto de acuerdos que afecten los derechos especiales de los titulares de dichas acciones. El accionista titular de acciones sin derecho a voto aunque no tenga derecho de intervención y voto en la asamblea ordinaria, tiene igualmente interés en que la deliberación adoptada sea válida[695]. Pero injustificadamente, se le legitima sólo para impugnar los acuerdos sociales que afecten sus privilegios[696].

e) Mantenimiento de la Condición del impugnante.- El Artículo 144 de la Ley establece que el accionista que impugne judicialmente cualquier

[692] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Págs. 68 y 69
[693] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Pág. 69
[694] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Pág. 69
[695] MESSINEO, Francesco. Obra Citado. Pág 455
[696] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación... Pág. 68

acuerdo de la junta general deberá mantener su condición de tal durante el proceso, a cuyo efecto se hará la anotación respectiva en la matricula de acciones.

La legitimación activa para la impugnación de los acuerdos sociales se decide, en principio, en función de la tenencia de la condición de socio en el momento de la celebración de la Junta, condición que se prueba mediante el título que incorpora la cualidad de socio, o el documento que provisionalmente le sustituye. Por otro lado, la sociedad no podrá negar al demandante su condición de accionista de la que tiene pleno conocimiento y si esa cualidad no se cuestiona al celebrarse la Junta, que debe constar en las correspondientes actas. No puede negarse la personalidad a un litigante quien se la tiene reconocida dentro o fuera del proceso y en el caso de producirse una transmisión de acciones, la sociedad tendrá la prueba fehaciente, por que las acciones son nominativas y ella posee la Matrícula de las Acciones donde se inscriben la creación, emisión, transferencia y otros actos que afectan a las acciones, es en ese sentido que si existe transferencia de acciones del socio impugnante, a la sociedad correspondería acreditarla[697].

En la legislación derogada, el accionista impugnante debía depositar los títulos de sus acciones en una entidad de crédito, la cual quedaba obligada a mantener el depósito hasta la conclusión del juicio. El accionista recibía una constancia que debía acompañar la demanda y que además le servía para ejercitar sus derechos de accionista; pero en el caso que por falta de emisión del certificado, extravío o deterioro, o sustracción, el accionista no contará con los títulos representativos de sus acciones, teóricamente estaría imposibilitado de iniciar la acción impugnatoria[698]. En la legislación derogada, igual que la vigente, solo era posible emitir acciones nominativas (existía la prohibición de emitir acciones al portador) y la titularidad de las acciones nominativas se desprendía del Libro de Registro y Transferencias de Acciones (hoy Matricula de Acciones); por lo que se consideró, al elaborarse la legislación vigente, que era innecesario el depósito de las acciones, como requisito para impugnar los acuerdos sociales.

Por otro lado, el Artículo 144 de la Ley societaria prescribe que la transferencia voluntaria, parcial o total, de las acciones de propiedad del accionista demandante extinguirá, respecto de él, el proceso de impugnación. Sobre el particular se mencionará algunas reflexiones:

Elías Laroza citando a Verón dice, que el derecho de impugnación de las decisiones de la asamblea no es un derecho incorporado al titulo valor, sino, es un derecho que surge en el accionista de la lesión de uno o más de sus derechos y compete al socio, sin que tenga influencia el número de acciones poseídas, por lo que su transferencia extinguirá el proceso de impugnación[699]. La interrogante podría presentarse, si es eficaz una

[697] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 355
[698] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. “Impugnación de Acuerdos de Idem (II) “El Peruano” 07/11/95. Págs B-6 y B-7
[699] ELIAS LAROZA, Enrique. "Ley General de Sociedades... Pág 304

norma (en un país donde el mercado primario de acciones es inexistente, como consecuencia de un mercado secundario en el que los títulos que se negocian son reducidos) donde se le ponga al accionista en la disyuntiva entre accionar contra un acuerdo contrario a la ley, estatuto y el interés social y el poder transferir sus acciones cuando lo crea conveniente.

Se afirmó anteriormente que el derecho de impugnación es tan solo el reconocimiento legal de la genérica legitimación del socio para impugnar, no constituyendo un derecho subjetivo material personal o personalísimo, es más, el asunto litigioso no es el supuesto derecho de impugnación, sino algún otro derecho subjetivo material incorporado a la acción y que el acuerdo de la junta pretende desconocerlo y que si es transferible con el título representativo de la acción, por lo tanto, es posible aplicar el instituto de la sucesión procesal (Art. 108 del Código Procesal); sin embargo, se debe reconocer que este tema debe ser materia de un estudio interdisciplinario.

Respecto a la transferencia parcial, se dice por un lado, que la ley al sancionarlo con la extinción del proceso de impugnación busca disuadir impugnaciones maliciosas, o sea, el ejercicio abusivo de este derecho; pero si la tenencia de una sola acción legitima al titular para iniciar procesos de impugnación, la transferencia parcial de acciones no justificaría como causal de pérdida de legitimidad para obrar.

Finalmente, se habla que la extinción del proceso de impugnación procede en las "las transferencias voluntarias", o sea, que en este término no está incluido la expropiación y el remate judicial de acciones.

6.2 Legitimación Pasiva

La sociedad, a quien es imputable el acuerdo, está legitimada para soportar como demandada el peso de la impugnación. Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra ella, quien conforme a las reglas generales, actuará en el proceso valiéndose de sus órganos representativos.

Si bien es cierto, la representación recae en los administradores, éstos en muchos casos son accionistas que pueden estar legitimados para el ejercicio de las acciones de impugnación, podría ocurrir, que el actor tuviese la representación exclusiva de la sociedad, es para este supuesto, que debe ser la Junta General quien designe el nuevo representante de la sociedad y sólo cuando aquélla no haya hecho la designación, el juez debería designar entre los accionistas que hubiesen votado a favor del acuerdo impugnatorio[700].

Aunque la demanda se dirija de modo exclusivo contra la sociedad, la ley le permite que vengan en su ayuda los socios que hayan votado a favor del acuerdo impugnado, autorizándolos expresamente, para que interviniendo a su costa en el proceso, mantengan la validez del acuerdo. La posición procesal de estos socios no es otra que la de coadyuvante de la sociedad, que

[700] Deberá ser materia de otro estudio la aplicación de la Curalela Procesal segun los Arts. 61 y III del Titulo Preliminar del Código Procesal

sustituirla acuden en su auxilio y siguen su suerte. Debe precisarse, no obstante, que su actividad procesal es independiente de la sociedad coadyuvada y, por tanto, podrán recurrir contra la sentencia aunque la sociedad no la haga[701]. El artículo 141 de la ley expresa, que los accionistas que hubiesen votado a favor del acuerdo impugnado pueden intervenir a su costa en el proceso a fin de coadyuvar a la defensa de su validez.

7. Acumulación de Pretensiones

El artículo 146 de la ley prescribe, que todas las acciones que tengan por objeto la impugnación de un mismo acuerdo, se sustanciarán y decidirán en un mismo proceso. La ley no admite que se mantenga más de un proceso "impugnatorio" sobre la base del mismo acuerdo social, ya que puede ocurrir que las diferentes sentencias sean contradictorias. Por ello, la ley ordena la acumulación de estos procesos. Pero la acumulación no es aplicable a las impugnaciones que se deduzcan contra otros acuerdos adoptados en la misma junta, ya que cada acuerdo es independiente y a la vez diferente, en este caso, no habría peligro de sentencias contradictorias.

El mismo dispositivo legal establece, que no puede acumularse a la pretensión de impugnación de acuerdos contrarios a la ley, el estatuto o al interés social, la de indemnización por daños y perjuicios o cualquier otra que deba tramitarse en el proceso de conocimiento, ni se admitirá la reconvención que por este concepto formule la sociedad, quedando sin embargo a salvo el derecho de las partes a iniciar procesos separados. Es decir que está prohibida la acumulación de la acción principal, de otras acciones ya sea de resarcimiento de daños y perjuicios o cualquier otra que deba tramitarse como proceso de conocimiento; asimismo, se prohíbe la reconvención que por tal concepto formule la sociedad, dejando en claro que no se opone que tales pretensiones se traten en procesos separados[702].

8. Medidas cautelares

Las medidas cautelares buscan garantizar la oportuna ejecución de la pretensión materia del proceso; tienen como finalidad asegurar el cumplimiento de la decisión definitiva, pues el transcurso del tiempo en un proceso antes de que el órgano jurisdiccional se pronuncie con una resolución firme, puede determinar que tal sentencia no sea efectiva[703]. Las medidas cautelares dispuestos por la ley son la suspensión del acuerdo impugnado y la anotación de la demanda en el registro:

a) **Anotación de la demanda en el Registro.-** El artículo 147 preceptúa, que a solicitud de parte, el Juez puede dictar medida cautelar, disponiendo la anotación de la demanda en el Registro. Esta medida tiene como finalidad eliminar la "buena fe registral" de cualquiera que celebre algún acto con la sociedad amparado en el acuerdo impugnado. La suspensión definitiva del acuerdo impugnado se inscribirá cuando quede firme la resolución que así lo disponga. Asimismo, a solicitud de la sociedad, las anotaciones antes referidas se cancelarán cuando la demanda en que se funden sea desestimada por

[701] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Págs.359 y 360
[702] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Impugnación de Acuerdos de..... Pags B6 y B7
[703] ELIAS LAROZA, Enrique. "Ley General de Sociedades... Pág 306

sentencia firme, o cuando el demandante se haya desistido, conciliado, transado o cuando se haya producido el abandono del proceso.

b) Suspensión del Acuerdo Impugnado.- Lo que el demandante busca es dejar sin efecto el acuerdo impugnado y la mencionada pretensión puede ser concedida temporalmente como medida cautelar. El Artículo 145 de la ley dispone que el juez, a pedido de accionistas que representen más del veinte por ciento del capital suscrito, podrá dictar medida cautelar de suspensión del acuerdo impugnado. En este caso, el dispositivo legal comentado, impone otro requisito de legitimidad, sustentado en la gravedad de la medida, que sea solicitada por accionistas que representen por lo menos la quinta parte del capital social.

Fundamentada en la gravedad de tal medida, el artículo 145 establece que el juez debe disponer que los solicitantes presten contracautela para resarcir los daños y perjuicios que pueda causar la suspensión.

9. Revocación o Sustitución de Acuerdo Impugnado

La impugnación de los acuerdos sociales puede evitarse mediante su regularización. Los administradores, conscientes de que un acuerdo de la junta general presenta irregularidades de forma, por defectos de convocatoria, o incluso de fondo y ante su previsible impugnación o sin ella, deciden convocar una nueva junta respetando las formalidades que habían omitido en la anterior o ratificándose en la nueva Junta, en la decisión de fondo que se había tomado anteriormente. La ratificación puede producirse aún después de interponerse la demanda impugnatoria.

La sociedad también puede sustituir dicho acuerdo por otro que lo reemplaza, implicando que los efectos del segundo acuerdo se producen *ex tunc*, o sea, retroactivamente, pues viene a ocupar el lugar del primero, esto es, asumiendo los efectos que éste venia operando. Para que la sustitución pueda estimarse producida es necesario, que los acuerdos tengan el mismo contenido y que el segundo sea válido[704].

El artículo 139 de la Ley establece que no procede la impugnación cuando el acuerdo haya sido revocado, o sustituido por otro adoptado conforme a ley, al pacto social o al estatuto; asimismo, el Juez mandará tener por concluido el proceso y dispondrá el archivo de los autos, cualquiera que sea su estado, si la sociedad acredita que el acuerdo ha sido revocado o sustituido conforme a ley, al pacto social o al estatuto, y en estos casos, no debe perjudicarse el derecho adquirido por el tercero de buena fe. Sobre este último punto, se comentará posteriormente.

[704] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Págs. 327 y 328

10. Efectos de la Sentencia

10.1 En los Accionistas

El artículo 148 de la ley preceptúa. Que la sentencia que declare fundada la impugnación producirá efectos frente a la sociedad y todos los accionistas. En efecto, los accionistas no están en relación con los acuerdos anulados en la situación de los terceros, aunque se trate de accionistas de buena fe y que no hayan intervenido en el acuerdo anulado. Por eso la ley no les protege como aquellos. En principio, la sentencia que estime la acción de impugnación, producirá efectos frente a todos los accionistas hayan intervenido o no con su voto. Los accionistas están protegidos por diversos mecanismos señalados en la ley, que no gozan los terceros[705].

10.2 Terceros de Buena Fe

El artículo 148 de la ley establece, que la sentencia que declare fundada la impugnación no afectará los derechos adquiridos por terceros de buena fe a consecuencia del acuerdo impugnado.

La doctrina que mejor sustenta los intereses de la seguridad del tráfico será aquella que estime que esa nulidad no pueda afectar a los derechos ya adquiridos por el tercer contratante, aduciendo tres clases de razones explicativas de la protección al tercero de buena fe: La primera, es que la sentencia que declare la nulidad del acuerdo no puede tener efecto frente a tercero que no fue parte en el pleito; la segunda, es que en el supuesto de la inscripción del acuerdo en el Registro Mercantil, el tercero podrá invocar a su favor la apariencia jurídica del hecho de la inscripción, que implica cierta presunción de la legalidad formal y material del acuerdo mismo; y la tercera razón está en las normas legales sobre representación de la sociedad, que no obligan al tercero a examinar en cada caso las facultades de los administradores ni la legalidad formal y material del acuerdo de la junta que aquellos ejecuten.

La seguridad jurídica impone, que ni la sentencia declarativa que reconozca la nulidad de un acuerdo contraria a la ley, ni la constitutiva que anule o invalide un acuerdo contrario a los estatutos o que vulnera los intereses sociales, podrá afectar a los derechos que el tercero de buena fe, haya podido adquirir por consecuencia del acuerdo impugnado. La apariencia jurídica y la buena fe llevan a mantener la validez de los vínculos jurídicos creados entre la sociedad y el tercero en ejecución del acuerdo intrínsecamente nulo.

Cabe anotar, que el conocimiento de la impugnación no bastaría por si sola para constituir en mala fe al tercero, pues ha de partirse de la validez de los acuerdos, ya que de lo contrario se podría paralizar injustificadamente la vida normal de la compañía.

La tutela de los intereses del tercero se refiere sólo a los derechos adquiridos

[705] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 348

antes de la notificación e inscripción de la declaración de nulidad del acuerdo de la Junta. Una vez declarada e inscrita la nulidad, el tercero no podrá pretender derivar ningún derecho de lo acordado en la Junta[706]. Es por ello que el propio artículo 148 dispone que "la sentencia firme que declare la nulidad de un acuerdo inscrito debe inscribirse en el Registro".

10.3 Sanción al accionista de mala fe

Tal como establece el artículo 149 de la Ley, el accionista que hubiera procedido con mala fe o accionado con notoria falta de fundamento, será sancionado, en el mismo proceso, pecuniariamente a beneficio de la sociedad, de acuerdo a la gravedad del asunto y sin perjuicio del pago de costos y de la indemnización que pudiere corresponder y que lógicamente sólo podrá hacerlo en un proceso posterior y distinto[707]. La penalidad se impone sin necesidad de acreditar la existencia de daños y perjuicios, lo que se sanciona es la interposición de demandas temerarias o de mala fe, con el exclusivo propósito de dañar a la sociedad[708].

11. Caducidad de la Impugnación

El derecho de impugnación que tienen los accionistas para invalidar los acuerdos contrarios a ley, a los estatutos o al interés social, caduca, de acuerdo con el artículo 142 de la ley, a los dos meses de la fecha de adopción del acuerdo si el accionista concurrió a la junta; a los tres meses si no concurrió; y tratándose de acuerdos inscribibles, dentro del mes siguiente a la inscripción.

De acuerdo al artículo 150 de la Ley, la acción de nulidad para invalidar los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en ley de sociedades o en el Código Civil y que cualquier persona que tenga legítimo interés puede interponerla, caduca al año de la adopción del acuerdo respectivo.

12. Apreciaciones Preliminares

a) El llamado derecho a impugnar los acuerdos sociales, debe considerarse únicamente como el reconocimiento al accionista de su legitimación procesal.

b) La legitimación procesal es una condición de la acción procesal que junto con las demás condiciones y presupuestos procesales son requisitos para la existencia de una relación jurídica procesal válida, iniciada mediante el ejercicio del derecho de Acción Procesal, que es el derecho público subjetivo que corresponde a cualquier persona, y que tiene objeto obtener del Estado la prestación de su actividad jurisdiccional mediante una sentencia.

c) El asunto litigioso no es el supuesto derecho de impugnación, sino algún otro derecho subjetivo material incorporado a la Acción y que el acuerdo de la junta pretende desconocerlo o trasgredirlo; este derecho discutido es transferible con el

[706] URIA GONZALES, Rodrigo; MENENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANAS, José María. La Junta General de....Pág. 344, 345 y 347
[707] ELIAS LAROZA, Enrique. "Ley General de Sociedades... Pág 312
[708] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. “Impugnación de Acuerdos de..... Pags B6 y B7

titulo representativo de la acción, para estos casos el derecho procesal a desarrollado el instituto de la sucesión procesal (artículo 108 del Código Procesal).

d) Respecto a la transferencia parcial, considerando que la tenencia de una sola acción legitima al titular para iniciar procesos de impugnación, la transferencia parcial de acciones no se justifica como causal de pérdida de la legitimidad para obrar.

e) El accionista titular de acciones sin derecho a voto aunque no tenga derecho de intervención y voto en la asamblea ordinaria, tiene igualmente interés en que la deliberación adoptada sea válida, pero injustificadamente se le legitima sólo para impugnar los acuerdos sociales que afecten sus privilegios.

Capitulo X
DERECHO DE INFORMACIÓN

1. Importancia

En la actualidad se dice que "quien tiene la información tiene el poder", la información es fundamental para que se pueda vivir en un país libre, igualitario, en donde la economía sea democrática, o sea, de iguales condiciones y oportunidades para todos.

En una sociedad informatizada o informática, como la que se está ingresando, el poder nace de la información que tienen los individuos, a mayor información mayor poder, mayor capacidad de gestión y decisión, los desinformados son aquellos que tienen menos poder, porque la información es el instrumento para la toma de decisiones; Torres y Torres Lara dice, que el mismo fenómeno se presenta en el ámbito de una empresa como a nivel del Gobierno, es por ello que afirma que antes era válido la fórmula que Mao Tse Tung decía: "El poder nace del fusil", pero hoy se asevera que "el poder nace de la información"[709].

Se considera que la información es la fuente central de la producción, quedando detrás las otras fuentes como el capital, el trabajo y los recursos naturales, pero teniendo como eje principal al potencial humano, medio y fin de esta sociedad post industrial[710].

En la organización empresarial la tecnocracia y los administradores, tienen más poder que los propietarios o accionistas, porque poseen la información, porque son los técnicos, los que entregan la información a quienes van a decidir y quienes van a decidir toman la decisión sobre la base de la información que se les entrega[711].

Pero ello trae como consecuencia, que existan directores, gerentes y administradores abusivos, negligentes, incapaces, que se empeñan en ocultar la marcha de los negocios con el fin de perjudicar a los accionistas o a una minoría de éstos, por ejemplo, es relativamente frecuente el caso de que, con anuencia de la mayoría de accionistas, se reparta en sueldos la totalidad o una parte importante de las ganancias, o que se disimule el monto de éstas con el objeto de no repartir o disminuir dividendos, y de ese modo, conseguir la depreciación de las acciones, para poder eventualmente, adquirirlas a precios inferiores a su valor real[712]. Frente a este fenómeno, el ordenamiento jurídico consagra el Derecho de Información del Accionista, que tiene por objeto proteger a los accionistas, quienes podrían verse afectados por maniobras poco transparentes de los que detentan el control de la sociedad[713].

Valenzuela Garach dice, que en una nueva conformación del sistema jurídico de información societaria, pasa en un primer término, por un reforzamiento del

---

[709] TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993
[710] VIZCARRA HIDROGO, Oscar. La nueva Ley de Educación en la productividad empresarial."Gestión" del 11.11.96. Pág. 33
[711] TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993
[712] MALAMUD, Jaime. El derecho de los accionistas para revisar y fiscalizar los libros y papeles de una sociedad anónima. Revista de Jurisprudencia Argentina. Talcahuano 640. Buenos Aires. 1950. Págs 39 y 40
[713] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información del Accionista en la S. A. http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM

derecho de información del accionista, entendido como derecho fundamental del mismo y que no requiere únicamente un reconocimiento general, sino sobre todo, la plasmación de su efectividad en diversas circunstancias y vicisitudes normales en la marcha de la vida social[714].

En consecuencia, si el accionista carece de información, carece del instrumento fundamental para exigir que sus derechos se cumplan. La información, en ese sentido, se ha transformado en la principal arma para la defensa de los derechos del accionista[715]

2. Evolución del Derecho de Información del accionista

En un principio, existía una innegable voluntad de mantener el silencio sobre las actividades económicas privadas, este silencio era considerado útil para el éxito de la vida económica y comercial de la empresa[716].

Tal concepción fue reflejada en la regulación societaria, donde el deber de información a cargo de la administración, no era más que la rendición de cuentas que todo mandatario debería hacer a su mandante, en el caso de la sociedad anónima, la asamblea general de accionistas, respecto de los resultados de los negocios sociales[717].

Esta parvedad con que se regula el derecho de información del socio, se basaba en el temor a las adquisiciones de acciones con el solo propósito de poder asistir a una Junta General, siguiendo los intereses de una sociedad competidora, para lograr penetrar en los secretos de la sociedad en cuestión[718]. Lógicamente, con este criterio no era posible que el accionista pudiera ejercer eficientemente sus derechos fundamentales, por ejemplo, el de negociar sus acciones, ya que desconoce la situación patrimonial de la empresa y por tanto, no tiene criterios para ofertarla para su venta, entregarla en garantía, etc., pues la sociedad, no se encontraba obligada a brindar la información oportuna cuando requiere negociarlos; el derecho de información solo se encontraba ligado a los derechos de voto y fiscalización, es por eso, que su ejercicio solo era posible realizarlo con motivo de la celebración de la junta general.

Desde la década de los 70 (siglo pasado), la información ha comenzado a tener la gravitación que hoy se le reconoce. El desarrollo de la informática y de las comunicaciones ha influido notablemente en el crecimiento de la importancia que se reconoce a la información[719].

En los Estados Unidos de Norteamérica, buscando encontrar una solución a la contraposición de intereses entre sociedad y los accionistas, se buscó mejorar las relaciones mediante la creación de una oficina de información y de publicidad. Pero

---

[714] VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores. Editorial Civitas S.A. Madrid – España, 1993. Página 60

[715] TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993

[716] VIRASSAMY, Georges. Limites de Información en los negocios de una Empresa. http://www2.lahora.com.ec/paginas/rjuri411.htm

[717] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984Pag. 172

[718] GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo Derecho Mercantil". Editorial Tecnos. Madrid. 1971. Págs. 157-158.

[719] VEGA MERE, Yuri. Oferta, Información y Consumidor. http://www.unired.ned.pe/~teleley/r2vi.htm

los juristas latinoamericanos consideraron que ello valdría tratar de extirpar un cáncer tragando analgésicos[720].

Modernamente, este derecho de información, está siendo reconocido como uno de los pilares fundamentales de protección, no solo del accionista, sino también del público en general, particularmente, tratándose de aquellas sociedades que tienen en el mercado de valores su principal fuente de financiación[721].

El deber correlativo a dicho derecho de información es lo que en el derecho anglo-sajón se conoce como *"disclosure"*, esto es, la obligación a cargo de sociedades llamadas "públicas" o sociedades anónimas abiertas, de divulgar oportuna y fielmente toda una suerte de informaciones cuyo conocimiento resulta indispensable para la transparencia y seguridad del mercado de los títulos que emiten[722].

3. Concepto

El infinitivo latino "informare" significa: poner en forma, crear, dar forma, representar, presentar ordenadamente; también es sinónimo de ordenación[723]. Entonces, se puede entender que la información es la selección e interpretación de un subconjunto de datos de un universo mayor, de modo que sea entendible y utilizable para obtener algún objetivo de manera exitosa, es decir lo más eficaz y eficiente posible[724].

El derecho de información del accionista, comprende, además de la facultad de pedir a los administradores informes y aclaraciones sobre los asuntos contenidos en el orden del día de la junta general[725], la de requerir a los administradores cualquier subconjunto de datos que le proporcione el conocimiento real y oportuno de la situación de la sociedad anónima o de cualquier otro hecho que tenga incidencia en el valor patrimonial de sus acciones o en el ejercicio de los derechos incorporados a la acción, del que es titular.

4. Naturaleza Jurídica

4.1 La Información como datos organizados

Los datos son cifras y hechos crudos, sin analizar, sobre circunstancias[726]; una base de datos, no importa cuan copiosa sea, no es información, es la materia prima que tiene que convertirse en información, para ello, esa base de datos debe ser organizada para una tarea, dirigida hacia actuaciones específicas, aplicada a decisiones. La materia prima no vale por sí misma[727].

---

[720] DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho Comercial. Editora Jurídica de Chile. Santiago de Chile, 1959.Pag. 14
[721] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ...Pág. 26
[722] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ...Pag. 51
[723] GARCIA CAMARENA, Leonardo. Derecho de la Información en el Marco de la Reforma del Estado en México. http://gp.pan.org.mx/Documentos/rtc/p-cap3.asp
[724] http://www.geocities.com/Athens/troy/4612/index.htm
[725] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley Pág 609
[726] STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración. PHH Prentile Hall. Mexico, 1996. Página 672
[727] RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información en el rol del consultor gerencial. GESTION 5/12/96. Pag. 6

Los datos necesitan pensamiento para convertirse en información y la información requiere procesamiento para llegar a ser relevante[728].

Lo antes explicado quiere decir, que la información es el resultado de haber organizado o analizado los datos de alguna manera y con un propósito[729]. Por tanto, el accionista no obtiene información, cuando trata de examinar directamente los libros contables, ya que solo obtiene datos que deben ser analizados u organizados; la primera función lo efectúan los auditores y la segunda los administradores de la sociedad, que ordenan los datos de los libros contables elaborando los Estados Financieros que reflejan la situación patrimonial de la empresa en un periodo determinado.

4.2 Facultad que se Ejerce en Forma Directa o Indirecta

En forma genérica se puede señalar que el derecho de información contiene dos aspectos: El primero: el derecho a inspeccionar la contabilidad de la sociedad, y el segundo: el derecho a pedir información sobre la marcha de las operaciones sociales. Si bien parece claro el contenido de este derecho, no se tiene perceptible la forma y extensión del derecho de información[730], por ejemplo: cuales son los libros que podrán consultar los accionistas: los libros contables principales o auxiliares; solo los libros contables o también los libros de actas del directorio, matricula de acciones, etc.

Mediante el ejercicio del derecho de información los accionistas se encuentran capacitados para conocer el verdadero valor de sus acciones, los nombres de los demás accionistas, el desarrollo de los negocios sociales, el éxito o fracaso de la administración de la empresa, la verdad o falsedad de las declaraciones que informa el directorio, la exactitud o inexactitud de los balances sociales; Davis señala, que como dueños del patrimonio social están ampliamente autorizados para conocer todos los pormenores de los negocios de la corporación, pudiendo inspeccionar los libros y documentos de la sociedad, de esa manera los accionistas tienen la oportunidad de conocer por si mismos todos los temas que habrán de discutirse en las juntas generales; por lo tanto, podrán tomar parte en los debates con amplio conocimiento de causa[731].

Pero Malagarriga considera, que en las sociedades anónimas no todos los libros están sujetos a la libre inspección de los accionistas, porque la fiscalización de ellos está a cargo de los síndicos, limitándose el derecho de los accionistas a la del libro de registro y a los relativos a las asambleas[732].

Malamud precisa, que la libre inspección de los accionistas de los documentos contables debe limitarse exclusivamente al inventario y balance detallado del activo y pasivo de la sociedad, la cuenta de ganancias y pérdidas y una memoria de la marcha de la sociedad con indicación de las operaciones realizadas o en vías de realizarse, que los directores deben presentar a los síndicos (Consejo de Vigilancia o Auditores). Sólo sobre esos

[728] RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información.... Pag. 6
[729] STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Página 672
[730] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley .... Tomo II. Segunda Edición. Madrid. Pags. 419 y 420
[731] DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho Co... Pag. 45
[732] MALAMUD, Jaime. El derecho de... Pág 41

documentos y el dictamen del síndico es que los accionistas pueden emitir opiniones[733].

De lo expresado se puede observar que los accionistas pueden ejercer su derecho de información de dos maneras, de modo directo o de forma indirecta. De modo directo puede ejercerlo si la fuente contiene datos organizados de tal manera que por si solo tenga las cualidades de ser información; como por ejemplo: Los Estados Financieros, La Memoria Anual del Directorio o de los administradores, el Proyecto de Fusión o escisión, etc. De forma indirecta el accionista puede ejercerlo, si la fuente contiene datos que requieren ser ordenados para que tenga cualidades de información; como por ejemplo, los datos que contienen los libros de contabilidad, cuyo examen requiere del pronunciamiento profesional con las garantías de independencia, como son los exámenes de Auditoria.

4.3 Vinculación con el derecho de voto

El derecho de información se encuentra vinculado con el derecho de voto, ya que la legislación pretende que, antes de asistir a las deliberaciones y emitir su voto en la junta, el accionista cuente con los elementos de juicio suficiente[734]. Para Garrigues y Uría se trata de una facultad en cierto modo complementaria del derecho de voto, aunque independiente de él, cuya finalidad es la de que el accionista pueda tener un perfecto conocimiento del alcance y de las consecuencias que habrá de traer para la sociedad la adopción de los acuerdos relativos al orden del día de la junta general[735].

4.4 Vínculo con el derecho de fiscalización

Para algunos juristas el derecho de información del accionista se le reconoce sólo por intermedio y a través de los órganos de fiscalización, salvo determinadas excepciones[736]; otros consideran, que si se priva de ese derecho al accionista, éste quedará prácticamente indefenso, ya que el órgano fiscalizador no viene a ser sino un agregado del directorio del cual depende; por otro lado, al accionista no podría exigírsele que acuda a la justicia, a fin de obtener informes por intermedio del juez y recién enterarse si la sociedad está bien o mal administrada; ya que en dicho caso, éste debe estar documentado, para iniciar una acción contra los directores[737].

Sánchez Andrés considera, que el derecho de información, constituye una herramienta de control social, siendo el cauce ordinario por cuyo conducto puede acceder el accionista individual al control de la gestión de los administradores y no un derecho de carácter meramente instrumental o vicario[738].

---

[733] MALAMUD, Jaime. El derecho de... Pág 44

[734] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información del Accionista en la S. A. http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM

[735] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley Pág 609

[736] WINISKY, Ignacio. Obra citada. Pág 147

[737] MALAMUD, Jaime. El derecho de... Pág 41

[738] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción y los Derechos del Accionista. COMENTARIOS AL REGIMEN LEGAL DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES. Dirigido por Rodrigo Uria, Aurelio Menendez, Manuel Olivencia. Las Acciones Tomo IV. Editorial CIVITAS S.A. Madrid 1992. Pág 170

4.5 Vínculo con el derecho de negociabilidad de las acciones

La información relativa a la sociedad emisora influye en la formación de los precios y cotización de sus acciones[739]. Es por ello, que la oportuna información tiene fundamental importancia, tanto para el propietario de los títulos, como para los que deseen adquirirlos[740], o desee aceptarla en prenda, usufructo, etc.

5. Características

5.1 Confiabilidad

Cuanto más veraz y exacta sea la información, tanto mayor será la confianza de los gerentes, administradores, accionistas para utilizarlo en la toma de decisiones[741]. Por ejemplo, el Presidente del Directorio de Elf Aquitaine S. A. adoptó una actitud de total dedicación a sus accionistas imponiendo nuevas normas contables, incluso, antes que fueran obligatorias para todas las compañías de EE.UU. y para hacerlo argumentó que las nuevas reglas darían al accionista de Elf una visión mas clara del valor de la empresa, no importándole que al aplicarlas obligará a la empresa a reportar, en 1994, la primera pérdida en su historia[742]. En síntesis, la confiabilidad consiste en la seguridad del destinatario de la información de su veracidad y exactitud.

5.2 Relevancia

Lo que se necesita es discriminar el suministro y el uso de datos, no su abundancia sin cuidado de su significación e importancia. Las dimensiones deben ser limitadas a lo que puede ser usado en forma destacada y digerible[743], es por ello que la información que se proporciona al accionista debe ser relevante para el ejercicio de sus derechos. Por ejemplo, la información con motivo de la realización de la junta debe quedar circunscrita a los asuntos comprendidos en el orden del día de tal junta[744].

En ese sentido la Ley (artículos 130 y 224) reconoce el derecho que tiene todo accionista a informarse de los asuntos sociales, en particular a aquella información que resulta relevante para efectos de la celebración de una junta general de accionistas determinada[745]. La información abundante crea congestión y confusión[746]. Esta es la razón por que en el caso de la realización de la junta general el mismo artículo 130 dispone que la información debe referirse "acerca de los asuntos comprendidos en la convocatoria".

---

[739] MARÍN LOZADA, Ángel.- "Análisis y Medidas para cautelar la información privilegiada". "El Peruano" 26/01/96. Pág B-9
[740] MARÍN LOZADA, Ángel. "Análisis y Medidas .... Peg B-9
[741] STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Página 673
[742] SULLIVAN, Allana y KAMM, Tomas. "Los accionistas, lo primero". THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. EL COMERCIO 10/04/96 Pág E-6
[743] RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información .... . Pag. 6
[744] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley Págs 609 y 610
[745] ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad del ejercicio del Derecho de Información. http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM
[746] RONCAGLIO ORBEGOSO, Eduardo. El valor de la información .... . Pag. 6

5.3 Oportunidad

Para tener un control efectivo, se debe aplicar medidas correctivas antes de que la desviación del proyecto o modelo sea demasiado grande, o sea, en el momento adecuado y conveniente. Asimismo, la oportunidad es importante para emprender alguna actividad o asumir algún riesgo. Por tanto, la información ofrecida por un sistema de información debe estar al alcance de los accionistas en el momento preciso, para que tomen las decisiones o medidas adecuadas[747].

5.4 Suficiencia

El ámbito del derecho de información es vasto (Artículo 130 de la ley), en cuanto abarca "los informes y aclaraciones que estimen precisos" los accionistas, estos pueden pedir toda clase de informes y aclaraciones; toda clase de explicaciones[748]. En Alemania el derecho de información se extiende también a las relaciones de la sociedad con las empresas vinculadas a ella[749].

Si bien es cierto, que no se puede tomar decisiones exactas y oportunas si no cuentan con la cantidad justa de información, no obstante, con frecuencia, se recibe demasiada información irrelevante o inútil[750].

6. Instrumentos de Información Societaria

Los documentos que directamente el accionista puede tomar como fuente de información son los siguientes: el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, la propuesta sobre distribución de beneficios, la memoria, el informe de los Auditores acerca de los documentos antes citados. Queda implícitamente prohibida toda otra investigación que se refiera a la consulta directa de los libros de contabilidad o de cualquier otro dato, ya conste en libros oficiales, ya en libros extraoficiales[751]. Sobre los libros contables, la toma de información debe ser de modo indirecto mediante Auditorias, en la forma, oportunidad y requisitos establecidos por los artículos 226 y 227 de la Ley. Respecto a los libros societarios, se podrán informar mediante constancias y certificaciones expedidas por la sociedad; así lo hace entender lo expresado por los artículos 137 y 188 inciso 5. A continuación se mencionan los instrumentos de información más importantes:

6.1 Estados Financieros

Los estados financieros básicos, son los medios principales para suministrar información de la empresa y se preparan a partir de los saldos de los registros contables de la empresa a una fecha determinada. La clasificación y el resumen de los datos contables debidamente estructurados constituyen los estados financieros[752].

---

[747] STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Página 673
[748] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley... Pág. 609
[749] DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho ... Pag. 52 y 53
[750] STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración... Página 672
[751] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley ... TII Pag. 421
[752] Artículo 10 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10

6.1.1 Objetivos

Los estados financieros tienen los siguientes objetivos: presentar razonablemente la información sobre la situación financiera, y los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de una empresa; apoyar a la gerencia en la planeación, organización, dirección y control de los negocios; servir de base para tomar decisiones sobre inversiones y financiamiento; ser una herramienta para evaluar la gestión de la gerencia y la capacidad de la empresa para generar efectivo y equivalentes de efectivo; permitir el control sobre las operaciones que realiza la empresa; ser una base para guiar la política de la gerencia y de los accionistas en materia societaria[753].

6.1.2 Características de los Estados Financieros

El Artículo 4 del Reglamento de Información Financiera mencionada señala las cualidades que debe tener los Estados Financieros, los cuales a continuación se detalla:

1) Comprensibilidad, debiendo ser la información clara y entendible por usuarios con conocimiento razonable sobre los negocios y actividades económica;

2) Relevancia, con información útil, oportuna y de fácil acceso en el proceso de toma de decisiones de los usuarios que no estén en posición de obtener información a la medida de sus necesidades. La información es relevante cuando influye en las decisiones económicas de los usuarios al asistirlos en la evaluación de eventos presentes, pasados o futuros o confirmando o corrigiendo sus evaluaciones pasadas;

3) Confiabilidad, para lo cual la información debe ser: Fidedigna, que represente de modo razonable los resultados y la situación financiera de la empresa, siendo posible su comprobación mediante demostraciones que la acreditan y confirman; Presentada reflejando la sustancia y realidad económica de las transacciones y otros eventos económicos independientemente de su forma legal; Neutral u objetiva, es decir libre de error significativo, parcialidad por subordinación a condiciones particulares de la empresa; Prudente, es decir, cuando exista incertidumbre para estimar los efectos de ciertos eventos y circunstancias, debe optarse por la alternativa que tenga menos probabilidades de sobrestimar los activos y los ingresos, y de subestimar los pasivos y los gastos; Completa, debiendo informar todo aquello que es significativo y necesario para comprender, evaluar e interpretar correctamente la situación financiera de la empresa, los cambios que ésta hubiere experimentado, los resultados de las operaciones y la capacidad para generar flujos de efectivo; y, Comparabilidad, pues la información de una empresa es comparable a través del tiempo, lo cual se logra a través de la preparación de los estados financieros sobre bases uniformes.

[753] El Artículo 3 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10

6.1.3 Periodo

La sociedad debe preparar estados financieros de propósito general al 31 de diciembre de cada año. En circunstancias excepcionales y cuando la fecha de balance general de la empresa cambia y los demás estados financieros anuales se presentan por un período menor de un año, la empresa debe revelar, además del periodo cubierto por los estados financieros, la razón por la que el periodo es distinto al de un año y la aclaración de que los importes comparativos respecto al estado de ganancias y pérdidas, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujos de efectivo, y a las notas relacionadas[754].

6.1.3 Estados Financieros Básicos

El artículo 10 del Reglamento de Información Financiera[755] establece que los estados financieros básicos son:

a) Balance general;
b) Estado de ganancias y pérdidas;
c) Estado de cambios en el patrimonio neto; y,
d) Estado de flujo de efectivo.

a) Balance General.- Cassasa dice, que el principio de la responsabilidad limitada del accionista a su aporte (éste queda como garantía de las deudas sociales), determina que en defensa de los intereses de terceros y fundamentalmente de los propios accionistas se imponga que el balance sea un documento claro y continuado, bastante explícito para procurar una información que refleje la situación real del estado patrimonial de la Compañía[756]. El balance general de las empresas comprende: las cuentas del activo, pasivo y patrimonio neto. Las cuentas del activo deben ser presentadas en orden decreciente de liquidez y las del pasivo según la exigibilidad de pago decreciente, reconocidas en forma tal que presenten razonablemente la situación financiera de la empresa a una fecha dada[757]. Las cuentas que contiene el balance general se detallan a continuación: Activo: El activo son los recursos controlados por la empresa, como resultado de transacciones y otros eventos pasados, de cuya utilización se espera que fluyan beneficios económicos a la empresa[758]; Pasivo: El pasivo son las obligaciones presentes como resultado de hechos pasados, previéndose que su liquidación produzca para la empresa una salida de recursos[759]; Patrimonio Neto: El Patrimonio Neto está constituido por las partidas que representan recursos aportados por los socios o accionistas, los excedentes generados por las operaciones que realiza la empresa y otras partidas que señalen las disposiciones legales, estatutarias y contractuales, debiéndose indicar claramente el total de esta cuenta[760].

---

[754] Artículo 9 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[755] Aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[756] CASASSA MIGLIANO, Antonio. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág. 62.
[757] Artículo 21 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[758] Artículo 22 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[759] Artículo 23 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[760] Artículo 24 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10

b) Estado de Ganancias y Pérdidas.- El Estado de Ganancias y Pérdidas comprende las cuentas de ingresos, costos y gastos, presentados según el método de función de gasto[761], tales cuentas seguidamente se detallan: Los Ingresos representan entrada de recursos en forma de incrementos del activo o disminuciones del pasivo o una combinación de ambos, que generan incrementos en el patrimonio neto, devengados por la venta de bienes, por la prestación de servicios o por la ejecución de otras actividades realizadas durante el periodo, que no provienen de los aportes de capital[762]. Los gastos representan flujos de salida de recursos en forma de disminuciones del activo o incrementos del pasivo o una combinación de ambos, que generan disminuciones del patrimonio neto, producto del desarrollo de actividades como administración, comercialización, investigación, financiación y otros realizadas durante el periodo, que no provienen de los retiros de capital o de utilidades[763].

c) Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.- El Estado de Cambios en el Patrimonio Neto de las Empresas muestra las variaciones ocurridas en las distintas cuentas patrimoniales, como el capital social, capital adicional, acciones de inversión, excedente de reevaluación, reservas y resultados acumulados durante un periodo determinado[764].

d) Estado de flujo de Efectivo.- El Estado de Flujos de Efectivo muestra el efecto de los cambios de efectivo y equivalente de efectivo en un periodo determinado, generado y utilizado en las actividades de operación, inversión y financiamiento[765].

6.2 Libros y Registros de la Sociedad

a) Libro de Actas de Junta General de Accionistas.- La junta general y los acuerdos adoptados en ella, constarán en acta que exprese un resumen de lo acontecido en la reunión. Las actas pueden asentarse en un libro especialmente abierto con dicha finalidad, en hojas sueltas o en cualquier otra forma que permita la ley. Cuando consten en libros o documentos, deben ser legalizados conforme a ley[766]. El artículo 137 de la Ley dispone que cualquier accionista, aunque no hubiese asistido a la junta general, tiene derecho de obtener, a su propio costo, copia certificada del acta correspondiente o de la parte específica que señale.

b) Matrícula de Acciones.- Las acciones nominativas deberán figurar en "libro-registro" llevado por la sociedad, en él se inscribirá la creación, emisión y las sucesivas transferencias y la constitución de derechos reales u otros gravámenes sobre ellos. Nuestra Ley no contiene un dispositivo similar al texto del numeral 3 del artículo 55 de la Ley de Sociedades Anónimas de España, que expresa que "cualquier accionista que lo solicite podría examinar el libro de registro de acciones

[761] Artículo 25 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[762] Artículo 26 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[763] Artículo 27 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[764] Artículo 28 del Reglamento de Información Financiera aprobado Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[765] Artículo 29 del Reglamento de Información Financiera aprobado por Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[766] Artículo 134 Ley General de Sociedades

nominativas". En la ley peruana solo existe una facultad del gerente para emitir certificaciones al amparo del Art. 188 de la ley.

6.3 Memoria del Directorio

Los accionistas no poseen poder alguno de control directo sobre la gestión de la empresa, ni pueden tomar conocimiento inmediato del patrimonio social o del ámbito de los negocios desarrollados por la sociedad, por lo que el informe del directorio es un acto esencial en la vida social, por medio de aquél los administradores rinden cuenta de la ejecución de su mandato. Para que los accionistas se pronuncien con conocimiento de causa, es indispensable, que no se les proporcione sólo cuenta de los actos efectuados, sino también, se les den explicaciones suficientemente detalladas sobre los mismos y sobre las principales operaciones realizadas o en vía de realización[767]. En síntesis la memoria anual debe demostrar con exactitud la marcha de la empresa[768].

El artículo 222 de la Ley dice, que en la memoria, el directorio da cuenta de la marcha y estado de los negocios, los proyectos desarrollados y principales acontecimientos ocurridos durante el ejercicio, así como de la situación de la sociedad y los resultados obtenidos; debiendo contener cuando menos: inversiones de importancia realizadas; contingencias significativas; hechos de importancia; cualquier otra información relevante que la junta general deba conocer; y, demás informes que señale la ley.

6.4 Informe de Auditores

El informe de los Auditores, es la opinión profesional independiente sobre la razonabilidad de la presentación de la situación financiera, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de la empresa que arroje los Estados Financieros de acuerdo a las Normas Internacionales de Auditoria[769]. Los Auditores o Sociedades de Auditoria deberán estar inscritos en el Registro Único de Sociedades de Auditoria administrada por la Comisión Nacional Clasificadora de Sociedades de Auditoria[770].

6.5 Otros

Se trata de cualquier otro documento relacionado con lo que se tratará en la junta general, como los proyectos de fusión o escisión (artículos 350 y 372 de la Ley); Informe semestral de las actividades y gestión social a los accionistas sin derecho de voto (artículo 96); asimismo, cualquier otro informe fuera de junta a los accionistas en la Sociedad Anónima Abierta (artículo 261 de la Ley). Davis relata que en el estado de New York, accionistas que representan un 3% de las acciones de la sociedad pueden solicitar por escrito al tesorero o a otros funcionarios sociales, que hagan una declaración acerca de los negocios de la empresa, y las personas requeridas deben formular su declaración, y entregarla al requirente en el plazo de treinta (30) días[771].

---

[767] FARGOSI, HORACIO P. Estudios de Derecho Societario. Editorial Abaco de Rodolfo Depalma. Buenos Aires 1978. Pág 139
[768] CASASSA MIGLIANO, Antonio. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág.62
[769] Artículo 36 y siguientes del Reglamento de Información Financiera (Aprobado por Resolución CONASEV No. 103-99-EF/94.10
[770] Decreto Legislativo 850 y D.S. 137-96-EF
[771] DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho ... Pag. 49

7. Modo de transmitir la Información

7.1 Costos y acceso a la Información

El costo del ejercicio del derecho de información tiene dos aspectos: primero, es aquel costo que la sociedad debe efectuar para su normal desenvolvimiento, como por ejemplo, las copias que se deberá proporcionar a los accionistas de la memoria y estados financieros con motivo de la realización de la junta general obligatoria, en este caso, la sociedad debe asumir el costo (Artículo 224); el segundo aspecto, es todo gasto que se efectúa para proporcionar a los accionistas información para sus legítimos intereses particulares, obviamente no podría esperarse que a cualquier accionista que llegara a una oficina y pidiera enormes cantidades de información y quisiera que la sociedad se las conceda; entonces, el que pide la información debe cubrir el costo de esa información[772]; así por ejemplo, el artículo 137 de la Ley dice que cualquier accionista tiene derecho a obtener a su propio costo, copia certificada del acta correspondiente o de la parte específica que señale.

7.2 Remisión por correo a domicilio de accionistas

En Chile, el artículo 21 del Reglamento sobre Sociedades Anónimas, en su inciso 2º, señala que la memoria y balance deberán remitirse por correo a los accionistas que tengan registrado su domicilio en la sociedad, con 15 días de anticipación, a lo menos, a la fecha fijada para la junta ordinaria. La Superintendencia de Sociedades Anónimas de Chile podría autorizar a aquellas sociedades, que tengan un gran número de accionistas, para limitar el envío de dichos documentos a aquellos accionistas que tengan un número de acciones superior a un número determinado[773]. En el Perú no hay un dispositivo similar, pero sería de tanta utilidad para el desarrollo de la confianza de los inversionistas que financian las operaciones de la sociedad, mediante la adquisición de acciones.

7.3 Puesta a Disposición de los Accionistas en las Oficinas de la Sociedad

El artículo 130 de la ley dispone, que desde el día de la publicación de la convocatoria, los documentos, mociones y proyectos relacionados con el objeto de la junta general deben estar a disposición de los accionistas en las oficinas de la sociedad o en el lugar de celebración de la junta general, durante el horario de oficina de la sociedad.

El artículo 224 de la ley prescribe, que a partir del día siguiente de la publicación de la convocatoria a la junta general, cualquier accionista puede obtener en las oficinas de la sociedad, en forma gratuita, copias de la memoria, los estados financieros y la propuesta de aplicación de las utilidades en caso de haberlas.

---

[772] TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993
[773] FERNÁNDEZ VILLAMAYOR, Angel. El régimen Legal de la ..... Pág. 75

7.4 Publicación en los Periódicos

El derogado Decreto Legislativo No. 49 del 13 de marzo de 1981 disponía que las empresas deben publicar sus balances en el Diario Oficial "El Peruano" o en los diarios que tengan a cargo los avisos judiciales. En Chile los balances y cuentas de ganancias y pérdidas deben publicarse por una sola vez, en un diario del domicilio social, con diez días de anticipación a la fecha en que se celebrará la junta[774].

7.5 Copias Certificadas

Cualquier accionista, aunque no hubiese asistido a la junta general, tiene derecho de obtener, a su propio costo, copia certificada del acta correspondiente o de la parte específica que señale (artículo 137). Este derecho a obtener certificación de los acuerdos adoptados en las juntas es una facultad de la que no podrá ser privado por decisión de los estatutos ni por acuerdo de la mayoría[775].

Pero el derecho de obtener copias certificadas no debe reducirse a las actas de las juntas generales, sino a otros como, la matricula de acciones, actas de directorio. Así lo da ha entender el artículo 188 de la ley, pero esta facultad no puede ser utilizado abusivamente.

7.6 Internet

El hipertexto (Web) es un método de presentación de información mediante el cual, al seleccionar ciertas palabras del texto y hacer “clic” con el "ratón", podemos enlazarnos con otros documentos gráficos o textos, que pueden resolver, discutir o ampliar la información. El hipertexto es una idea que surgió de “Internet”, la red de redes que constituye la mayor fuente gratuita en el mundo y que lanzó popularidad con el uso del correo electrónico o "E-mail". La WEB es el protocolo multimedia de Internet[776].

Esta revolución nos ha ofrecido la oportunidad de conectar al mundo entero bajo una tecnología que existía hace más de 20 años pero con su nuevo desarrollo: el hipertexto (web) nos ofrece la posibilidad de publicar y compartir información, algo antes inimaginable[777].

Por un con 30/100 nuevo sol diario, en Diciembre de 1996, se podía inscribir en la Red Científica Peruana, donde se tenía derecho a disponer de una computadora durante una hora diaria para navegar libremente por la red de redes (Internet), pudiendo llevar los cursos que dictan regularmente las nuevas herramientas. Los usuarios de “Internet” tienen total libertad de poner los materiales que quieran, en el idioma que prefieran. La cantidad de páginas electrónicas (Web) escritas en castellano y otros idiomas distintos al inglés, viene creciendo constantemente. Las tres cuartas partes de la información, que se encuentra disponible en “Internet”, son de acceso

---

[774] FERNÁNDEZ VILLAMAYOR, Angel. El régimen Legal de la ..... Pág 75
[775] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley... Pág 613
[776] Artículo: World Wide Web (WWW) . “El tejido o trama que envuelve al mundo” EL COMERCIO. 14/01/97. Pag. C1
[777] GUZMAN BARRÓN, Guillermo. LA REVOLUCION SILENCIOSA. Boletin Especial de Microsoft. 22/01/97- 5/02/97.Lima-Perú

gratuito y que es generada por personas que simplemente quieren compartir lo que tienen[778].

El Perú es un país notablemente activo en "Internet" y la WWW, en noviembre de 1996 hubo un total de 5'899,395 llamadas a la Red Científica Peruana"[779] y en la actualidad el uso del "Internet" se ha masificado de modo impresionante.

Navegando por "Internet" encontramos que una cantidad considerable de Sociedades Anónimas (principalmente extranjeras) ponen a disposición de los interesados sus Estados Financieros en su página Web. Un esfuerzo elogiable en el Perú realiza la CONASEV, informando vía "Internet" los Estados Financieros y otros hechos relevantes de las Sociedades inscritas en el Registro Público de Valores.

8. Oportunidad del Ejercicio del Derecho

8.1 Información con ocasión de realización de la Junta General

El accionista debe conocer, con anterioridad a la celebración de la junta, los asuntos que constituyen el objeto de la junta general, con la finalidad de poder decidir respecto a su asistencia con suficientes elementos de juicio. La determinación individual y concreta de los asuntos que han de ser decididos, se hace en el "orden del día" o "asuntos a tratar" en la junta general de accionistas, que habrá de ser incluido íntegramente en el anuncio de la convocatoria. El principio general es, que la junta no puede tomar acuerdo válido sobre materias que no figuren en el "orden del día", con la excepción del ejercicio de la acción de responsabilidad contra los administradores[780].

Se trata de una facultad en cierto modo complementariamente del derecho de voto, aunque independientemente de él, pues si bien su eficacia se aprecia de un modo especial en relación con la emisión de voto, no queda exclusivamente reducida a los supuestos de participación del accionista en la formación de la voluntad social. Así por ejemplo, cuando la modificación estatutaria afecta concretamente al capital social, esto es, en las operaciones de aumento y de reducción del capital, concurren razones de defensa del propio capital y de la paridad de trato entre aquellos.

De igual modo, si se trata de un aumento de capital con cargo a reservas, se pondrá a disposición de los accionistas el balance auditado que sirva de base a la operación. En este caso debe verificar que la asignación gratuita de las nuevas acciones o la elevación del valor nominal de las existentes, configurando un derecho individual del accionista que ni los estatutos sociales ni los acuerdos sociales pueden legar a ignorar, ya que cada uno de los socios debe tener acceso al aumento en idéntica medida que cada uno de ellos disfrutaría en ese instante las reservas capitalizadas.

---

[778] MANRIQUE, Nelson. Radicalidad e información. El Peruano del 31.12.96. Pág. A-8.
[779] Artículo: World Wide Web (WWW) . "El tejido o trama que envuelve al mundo" EL COMERCIO. 14/01/97. Pag. C1
[780] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I. Segunda Edición. Madrid. Págs 497 y 498

Esta disciplina de la información societaria se pone de especial manifiesto con ocasión de los supuestos de transformación, fusión y escisión de las sociedades anónimas, fundamentalmente en una amplia información para los accionistas y en la preceptiva intervención de expertos independientes, tanto para la verificación de los documentos contables de las sociedades que se fusionan, como para informarse sobre cuestiones básicas que inciden en la fijación del tipo de canje de las acciones.

En estas circunstancias, los accionistas se encuentran en condiciones de votar en las juntas con verdadero conocimiento de causa, y, al mismo tiempo, por este mismo conducto se comprueba también cómo la información es un presupuesto para la efectividad del ejercicio de cuantos derechos derivan de la cualidad de socio, ya sea un accionista ordinario, ya sea titular de acciones sin voto, pues ambas clases de accionistas ostentan por igual el derecho inderogable de información[781].

El texto de los artículos 130 y 224 de la ley, hace pensar que la sociedad no se encuentra obligada a entregar información que no haya sido solicitada con motivo de la celebración de una junta general, es decir, ningún accionista podría exigir a la sociedad que le otorgue aquella información que considera necesario conocer sino existe una convocatoria real a junta general de accionistas[782]; pero una interpretación sistemática, fundados en derechos fundamentales de la persona, indicaría que lo expresado en los artículos 96 inciso 2 y 261 de la Ley denota la ruptura de la concepción de ligar el derecho de información con la realización de la Junta General, ya que el derecho de información no tiene por qué quedar conectado ya tan sólo con el ejercicio del voto del accionista, pues también el titular de acciones sin voto goza en todo caso de un derecho de información, aun pueda ser incluso menos amplio[783].

8.2 Información fuera de la Junta General.

El derecho de información "fuera de junta general" se ha contemplado para el caso de las sociedades anónimas abiertas (artículo 261) requiriendo contar con una representación mínima del capital social pagado para ejercer el aludido derecho[784]; también el titular de la acción sin derecho de voto debe ser informado semestralmente de las actividades sociales y gestión de la sociedad (artículo 96 inciso 2 de la Ley).

El inciso 5 del artículo 186 de la Ley señala como atributo del Gerente, la expedición de constancias y certificaciones respecto del contenido de los libros y registros de la sociedad. De igual modo, el artículo 175 dispone que el directorio debe proporcionar a los accionistas y al público las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley determine respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad. Ello implica que a estas fuentes de información, los accionistas pueden tener acceso no solo con ocasión de la realización de la Junta sino cuando lo requiera su legítimo interés (por ejemplo el artículo 137 de la Ley).

---

[781] VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 167 , 168, 175, 176, 178, 179
[782] ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad ... http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM
[783] VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 166
[784] ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad ... http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM

Negarse a informar cuando exista legitimo interés del accionista, como en el caso de la negociación de sus acciones, sería una infracción al derecho de negociabilidad de las acciones, ya que esperar que se le informe cuando se decida publicar la convocatoria para la realización de la Junta de Accionistas, eliminaría el carácter de "oportuna" que señala el artículo 175 y se estaría incumpliendo los deberes de fidelidad que tienen los administradores para con los accionistas.

En el país se requiere, no sólo de vías interpretativas, para establecer los alcances del derecho de información, sino que sería preferible que la norma expresa así lo establezca.

9. Límites del Derecho de Información

El derecho de información del accionista no es irrestricto, sino que debe ejercerse de acuerdo con los principios de la buena fe y con la intención de contar con mayores elementos de juicio para participar en las juntas[785] o para ejercitar en forma eficiente algún otro derecho que le reconoce la ley.

La intención del legislador, al restringir el derecho de información, ha sido evitar que se entorpezca la marcha normal de la sociedad como consecuencia de una excesiva intervención de los accionistas y de un uso indiscriminado del derecho de información[786].

9.1 Ejercicio Abusivo del Derecho

La doctrina reconoce el derecho de información del accionista siempre que lo anime en su ejercicio motivos fundados y que el acto se realice dentro de las condiciones razonables de tiempo y lugar. La sociedad debe actuar con sabia discreción al otorgar al accionista dicho derecho; en tal sentido, no deberá hacerse lugar a la petición cuando ella lleva propósitos de especulación, o busque tan sólo satisfacer una curiosidad, o se dirija a proveer de armas a un chantajista; asimismo, existen accionistas que pretenden el acceso a los libros y papeles de la sociedad con el único objeto de molestar o crear dificultades a los administradores. La suspicacia, el rencor o un simple espíritu de curiosidad llevan, a veces, a verdaderos excesos.

Sin embargo, debe tenerse presente que no podrá negarse al accionista que quiera informarse con miras a un fin legítimo"[787].

9.2 Información Secreta o Confidencial

Por importante que sea el derecho de información, no puede ser absoluto y sin límites; se debe tener en cuenta el interés que tiene la empresa de sobrellevar sus actividades con discreción, o sea, con el respeto del secreto de sus negocios. Este secreto puede tener unos objetos diversos: proceso de fabricación, técnicas de comercio, etc. Una transparencia total constituiría un grave peligro: la parálisis de la iniciativa individual en materia económica,

[785] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información ... http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM
[786] ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad ... http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM
[787] MALAMUD, Jaime. El derecho de... Págs 39 y 46

ya que resultaría más rentable la iniciativa ajena para sacarle provecho[788]. El criterio de confidencialidad debe ser entonces la utilidad de la información para la viabilidad de la empresa o, inversamente su peligro en caso de ser divulgada[789].

La posesión de cierta información por parte de accionistas inescrupulosos, obtenida en virtud del derecho de información aquí comentado, podría poner en peligro a la sociedad, e incluso servir para revelar secretos industriales o comerciales a sociedades competidoras[790].

La ley ha elaborado un sistema consistente en vedar al accionista el derecho a tomar directamente de la fuente de información datos como por ejemplo de los libros de contabilidad y sociales, ya que de por si no contiene datos ordenados para cualquier fin legítimo del accionista; es por ello que los artículos 226 y 227 de la ley establece que el derecho de información de los accionistas sobre los libros contables se efectúa por medio de Auditores, o sea en forma indirecta. Por otro lado, se debe evitar que estos libros estén a merced de cualquier persona que haya adquirido sus acciones con la finalidad de obtener secretos de la contabilidad social y aprovecharse de este conocimiento con fines de espionaje o de competencia a favor de otra persona[791].

Por último, el derecho de información se encuentra limitado por la posibilidad de que los administradores se nieguen a proporcionar los informe solicitados por los accionistas cuando a juicio del directorio la publicidad de los datos solicitados perjudique los intereses sociales[792]. Tal negativa, debe estar fundamentada en un evidente perjuicio para los intereses de la sociedad y nunca en un perjuicio puramente ficticio o imaginario aducido como razón formal de la negativa. Pero con criterio equitativo, el dispositivo legal antes referido ha tomado la precaución de impedir que el Directorio pueda negar los informes pedidos "cuando la solicitud sea formulada por accionistas presentes en la junta que representen al menos el veinticinco por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto"[793].

10. Relaciones entre el Derecho de Información y el Principio de Transparencia del Mercado de Valores

Restrepo citando a Garrigues dice que las legislaciones mercantiles han consignado tradicionalmente una información mínima que las sociedades deben suministrar a sus accionistas; pero junto a este derecho subjetivo del accionista, al cual corresponde el correlativo deber de la sociedad de facilitar informes, aparece hoy un deber más amplio, un deber de información al público, precisamente a cargo de aquellas sociedades que hacen apelación al crédito público, llevando sus acciones a la Bolsa. En tal caso, la marcha de los negocios de la sociedad no interesa sólo a los accionistas, sino que también interesa al público en general, a

[788] VIRASSAMY, Georges. Limites de Información ... http://www2.lahora.com.ec/paginas/rjuri411.htm
[789] VIRASSAMY, Georges. Limites de Información ... http://www2.lahora.com.ec/paginas/rjuri411.htm
[790] HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información ... http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM
[791] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley ... TII Pág. 421
[792] El artículo 130 de la ley dice: "salvo en los casos en que juzgue (el directorio) que la difusión de los datos solicitados perjudique el interés social"
[793] GARRIGUES, Joaquin y URIA, Rodrigo. Comentario a la Ley... Pág. 610

todos los ciudadanos que puedan quizás, querer ser accionistas adquiriendo acciones de la sociedad en cuestión y que por lo tanto, tiene derecho a ser informados de lo que ocurre en el seno de determinada sociedad[794].

Sánchez Andrés dice que el viejo derecho de información del accionista individual convive hoy con más amplias obligaciones de publicidad de carácter general que, juntamente con el incremento de aquellos otros deberes fiduciarios que pesan sobre la administración de la sociedad y que vienen a definir el eje de coordenadas sobre el que evoluciona el perfil del estatuto jurídico de las sociedades anónimas abiertas y especialmente de las compañías que cotizan en Bolsa[795].

En las sociedades anónimas abiertas, del mero derecho tradicional a la información del accionista, se pasa a un verdadero deber de carácter más general asumido por la sociedad, en cuanto ésta se ve abocada a suministrar informaciones de carácter público a las que también tenga fácil acceso cualquier persona interesada que así lo desee.

Existe un desplazamiento del centro de gravedad desde la información privada como individual del accionista, a la publicidad informativa como deber general de la sociedad de comunicar al público los datos más relevantes sobre la situación patrimonial y sobre la rentabilidad de la empresa, lo que indica que se ha producido en la nueva política de información, como instrumento al servicio, no sólo de los socios, sino del público interesado más o menos directamente, en la marcha de la sociedad.

El Derecho de sociedades se ha visto impregnado por la regla de la total publicidad, por un principio peculiar del mercado de valores (full disclosure) que, desde su aparición en la legislación estadounidense de los años treinta, ha ejercido una significativa influencia en un buen número de los restantes ordenamientos societarios. De esta manera, la información societaria deja de ser estrictamente social para convertirse en una amplia información empresarial, desbordando el cuadro de las relaciones entre la sociedad y los socios para proyectarse sobre la esfera económica, industrial y mercantil en que la sociedad se desenvuelva[796]. En síntesis, el derecho individual se ha convertido en un deber público.

Hay un tratamiento especialmente riguroso en materia de información para las sociedades con acciones que cotizan en Bolsa regulados en la LGS como S.A.A., frente a las que no lo hacen, pero, no podía ser de otra manera, pues es más que considerable la diferencia existente entre la adquisición de acciones en una negociación directa y personal entre adquiriente y trasmitente y una adquisición impersonal en Bolsa[797].

El principio de transparencia debe entenderse por la información que la empresa proporciona, no solamente al socio por su condición de tal, sino también aquella que ésta proporciona al mercado de valores, o sea, por las acciones u obligaciones que

[794] RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y ...Pag. 69
[795] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Págs 184 y 185
[796] VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 190, 195 – 196
[797] VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Páginas 60, 189, 190 y 202

son materia de negociación a través de los canales establecidos, que en nuestro medio, se está hablando de la Bolsa de Valores de Lima[798].

La transparencia es un principio fundamental del mercado que significa el hacer posible que todos los inversionistas cuenten, en igualdad de condiciones, con información suficiente, fidedigna y oportuna, sobre las empresas e instrumentos (valores mobiliarios) objeto de negociación. Todo esto con el propósito de otorgar a los inversionistas las garantías debidas en la toma de sus decisiones susceptibles de afectar seriamente su patrimonio. En este sentido, el deber de información excede el carácter de una obligación meramente legal para alzarse como resultado de una de las garantías básicas de mercado[799].

Respecto a las características que debe tener la transparencia del mercado de valores Valenzuela Garach[800] considera que la información debe estar dotada de las siguientes: fidedigna, suficiente, actualizada, continuada, obligatoria, pública e igual para todos; Juan Miguel Bakula[801] dice que todos los intervinientes en el Mercado de Valores dispongan de información completa, oportuna, relevante y veraz sobre las diversas oportunidades de inversión; por último para Díaz Ortega[802] tal información debe reunir características como oportunidad, relevancia, claridad, comparatibilidad y consistencia.

De lo manifestado se puede afirmar que las características de la información que conforma la transparencia del mercado, o sea la emitida por el emisor de los valores e instituciones de Control y Centralizador de Negociaciones y éste al público (suficiente o completa, oportuna, relevante, veraz, igualitaria y pública), con las diferencias del carácter de público, del acceso a la información e intervención del Estado no sólo para su recepción sino para proporcionarla, han tenido influencia del viejo y embrionario derecho de información de los accionistas.

11. Retroalimentación del Derecho de Información del Accionista obtenidas del progreso del Principio de Transparencia

En cuanto a la transparencia de la información, se ha avanzado mucho, pero en el Perú, las empresas, en especial las sociedades por acciones, tienen que interiorizar el tema que, si quieren financiamiento, tienen que informar lo que son, y obtendrán financiamiento si los proyectos son buenos y si la empresa tiene una correcta administración. En caso contrario no estarían aptos para ingresar al mercado de valores, ya que de no informar, estarían engañando, no sólo a sus accionistas, sino al mercado[803].

Oscar Jasaui (Presidente de Duff Phelps Perú) señala, que otro factor que afecta la participación del sector de la mediana empresa en el mercado de capitales es la información deficiente. "Muchas empresas no pueden participar del mercado por

---

[798] CASASSA MIGLIANO, Antonio. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág. 62.
[799] VARGAS PIÑA, Julio. La Protección al Inversionista en el Mercado de Valores. Temas de Derecho No. 2 Lima – Perú, 1995. Página 136
[800] VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información ... Página 259
[801] BAKULA B., Juan Miguel. La Transparencia ... Página 5
[802] DIAZ ORTEGA, Enrique. La Información ... Página 3
[803] BARRETO QUINECHE, Percy. Mercado de Capitales va madurando. Entrevista a Pedro Grados (Gerente de PRISMA SAB). "El Peruano". 20/05/95. Págs B-6, al B-8.

que no tiene la capacidad de brindar información oportuna", aun es típico que las medianas no cierren balances trimestralmente, especialmente en empresas "familiares", es decir, que aun no han abierto su capital accionario[804].

En el Perú aun se mantiene el concepto de empresa familiar, así en empresas de capital de 5 o 10 millones de dólares quieren que las gerencias estén distribuidas entre los miembros de la familia, a la larga eso trae algunos problemas entre la administración profesional y la concepción familiar de la empresa. El modelo de apertura económica, imperante en este mundo globalizado, hace que se rompa este concepto de empresa familiar, porque simplemente la empresa tiene que ser competitiva y crecer; y como empresa familiar está muy cerrada a dar información. Pero si no dan información no van a poder inscribirse en el mercado, porque dar información significa darla a aquellos que van a ser sus futuros accionistas, al pequeño inversionista, que tienen exactamente los mismos derechos de información[805].

Puede decirse que la fisonomía de la información societaria, tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo, se encuentra hoy ante la necesidad de una profunda transformación que podrá llegar a reactuar en el plano societario más estricto, reforzando la posición de partida de los accionistas, tanto en orden al ejercicio de su derecho de solicitar informes o aclaraciones antes o durante la junta, como con ocasión de aprobar o rechazar las cuentas sociales[806]. Además de consolidar algunos avances efectuados por la Ley General de Sociedades sobre el contenido de la información, así se tiene la regulación sobre la memoria del directorio (artículo 222) y preparación y presentación de los Estados Financieros (artículo 223), es preciso regular el ejercicio del derecho a la información fuera de la junta, el acceso directo o indirecto a la información societaria, como la obtención de copias de las Actas del Directorio, asientos de la Matrícula de Acciones y de cualquier otra información que sea oportuna a los intereses de los accionistas respecto a la toma de conocimiento del valor de sus acciones o del ejercicio de alguno de sus derechos como accionista, estableciendo expresamente las limitaciones, como son la información secreta respecto a los procedimientos de producción, y otros cuya divulgación podría ocasionar perjuicios al interés social.

12. Estimaciones Preliminares

a) El mundo moderno, quien carece de información, carece del instrumento fundamental para la toma de decisiones y para exigir que sus derechos se cumplan, es por ello que la información se ha transformado en la principal arma para la defensa de los derechos del accionista.

b) Los accionistas pueden ejercer su derecho de información en forma directa o indirecta. En forma directa puede ejercerlo si la fuente contiene datos organizados de tal manera que por si solo tenga las cualidades de ser información; y en forma indirecta, cuando el accionista puede ejercerlo, si la fuente contiene datos requieren ser ordenado para que tenga cualidades de información.

---

[804] Artículo Periodístico: Acceso de medianas empresas al mercado de capitales aun es restringido. GESTIÓN 21 DE OCTUBRE DE 1997. Pag 18

[805] BARRETO QUINECHE, Percy. Mercado de Capitales va madurando. Entrevista a Pedro Grados (Gerente de PRISMA SAB). "El Peruano". 20/05/95. Págs B-6, al B-8.

[806] SANCHEZ ANDRÉS, Anibal. La Acción...Pág 185

c) Si la ley dispone que los administradores deben proporcionar a los accionistas y al público las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley determine respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad, ello implica que a estas fuentes de información, los accionistas pueden tener acceso no solo con ocasión de la realización de la Junta, sino cuando lo requiera su legítimo interés, por ejemplo para ejercer el derecho de negociar sus acciones. Negarse a informar cuando exista legitimo interés del accionista, como en el caso de la negociación de sus acciones, sería una infracción a dicho derecho, ya que esperar que se le informe cuando se decida publicar la convocatoria para la realización de la Junta de Accionistas, eliminaría el carácter de "oportuna" que señala el artículo 175 y se estaría incumpliendo los deberes de fidelidad que tienen los administradores para con los accionistas.

d) El derecho de información, está siendo reconocido como uno de los pilares fundamentales de protección, no sólo del accionista (a pesar que la ley societaria no lo declara expresamente), sino también del público en general, particularmente tratándose de aquellas sociedades que tienen en el mercado de valores su principal fuente de financiación.

e) En las sociedades anónimas abiertas, del mero derecho tradicional a la información del accionista, se pasa a un verdadero deber de carácter más general asumido por la sociedad, en cuanto ésta se ve abocada a suministrar informaciones de carácter público a las que también tenga fácil acceso cualquier persona interesada que así lo desee. Ello es una característica de la transparencia del mercado de valores.

f) La transparencia que significa el hacer posible que todos los inversionistas cuenten, en igualdad de condiciones, con información suficiente, fidedigna y oportuna, sobre las empresas e instrumentos (valores mobiliarios) objeto de negociación, debe influir en un nuevo derecho individual de información de los accionistas, pues es necesario que este derecho se ejercite independientemente de la realización de la junta general de accionistas, con las características de suficiencia, relevancia, veracidad, y oportuna de la información societaria.

Capitulo XI
DERECHO A LA NEGOCIABILIDAD DE LAS ACCIONES

1. Aspectos Generales

Todos los bienes patrimoniales pueden circular libremente. La libertad de circulación de bienes y derechos es considerada un principio básico de la actual organización económica y jurídica, pero no es absoluta ya que se admiten ciertas restricciones paralelas a las limitaciones sufridas por los derechos de propiedad.

Tratándose de acciones de sociedades anónimas, que tienen la naturaleza de bien mueble, la libre circulación es también la regla general. La negociabilidad, característica de todos los títulos valores, es fundamental en los títulos representativos de la condición de socio[807].

La posibilidad de dividir el capital social en partes alícuotas, permitiendo a los inversores participar en las sociedades conforme a sus posibilidades, negociándolas sin la intervención de la emisoras, así como la limitación de los riesgos al monto de la participación, convirtió a las sociedades por acciones en la más atractiva forma de organización dentro de las sociedades comerciales[808], y acaso haya sido la circunstancia que más haya influido en la rápida expansión de la sociedad anónima. Es difícil concebir a la sociedad anónima si las participaciones sociales no estuviesen representadas por títulos circulantes fácilmente negociables en Bolsa.

La cesión de las acciones es el medio de transmitir la cualidad de socio y representa la compensación que la ley ofrece al accionista por el hecho de no poder retirar la aportación patrimonial realizada al fondo social[809]. Para convertirse en socio, basta suscribir una acción de la sociedad (en el período de emisión) o basta adquirir en el mercado una acción (ya emitida) de la sociedad, lo mismo que, para dejar de ser socio, basta enajenar la acción. Todo esto, implica, la denominada circulación de las acciones.

Detrás del fenómeno de la circulación de las acciones de la sociedad, se oculta un flujo y reflujo de inversiones y de desinversiones de capitales; inversiones, por parte de quien suscriba en su origen las acciones o las adquiera en el mercado de los títulos; desinversiones, por parte de quien se libere de ellas mediante la enajenación[810].

2. Formalidades de la transferencia y otros actos de disposición

2.1 Carácter circulatorio de la acción

La acción es un título de valor causal, en él se enuncia el negocio que le sirve de base, o sea, la participación en la sociedad contra aportación de una parte del capital. La presencia de tal negocio es siempre observable en las relaciones

[807] URÍA, Rodrigo, Ob. cit.. Pág. 287
[808] MAC MULLON, Alberto M. "Nominatividad de las Acciones". Edic. Exequor. Buenos Aires 1986.Pag. 19
[809] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios .... Págs 469 y 470
[810] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág 363

entre el socio y la sociedad, mejor dicho, en las pretensiones del socio frente a la sociedad y de la sociedad frente al socio. Asimismo, la acción es parte del patrimonio del socio singular, es un valor económico autónomo, respecto del patrimonio social, aunque dependa de él, en el sentido de que cuando el mismo oscila, fluctúa el valor de la acción. El valor de la acción, si bien puede resultar influenciada en la estimación que de ella hace el mercado (cotizaciones), es determinado por la consistencia patrimonial de la sociedad y por la marcha de la gestión social.

En el Perú la acción tiene el carácter nominativo obligatorio, cuyo fundamento es que el accionista no puede conservarse incógnito, especialmente ante el Fisco, la titularidad de sus acciones, en este caso el accionista es siempre un sujeto cierto y determinado.

Se puede decir que a la acción de sociedad se le ha conferido el carácter de título valor, con la finalidad de poder facilitar su circulación (en sentido jurídico), o sea, el desplazamiento de un patrimonio a otro. Con esto se satisfacen exigencias de orden económico (desinversión por parte del ahorrador, cuando el accionista la enajena; inversión, por parte de quien adquiere la acción), y jurídico (dimisión y correspondiente adquisición de la cualidad de socio). Es por ello, que el principio del natural destino de la acción, no solo es "a la circulación", sino, la libertad de circulación es la regla general (inclusive las acciones con dividendos pasivos); por lo cual, se deben considerar excepciones las hipótesis en que tal libertad quede prohibida, disminuida, o limitada[811].

Se aprecia que la libre circulabilidad de la acción es de la naturaleza de éste, como ocurre en general con los títulos valores, es por ello, que han sido denominados por algunos tratadistas como "Títulos Circulatorios". Mediante la incorporación del derecho al documento, el titular de la acción puede ejercitar las facultades que de él emergen, o a quien se encuentre en determinada posición jurídica con el documento[812].

Debe tenerse en cuenta que si no se ha producido la incorporación del derecho al título (esencial característica del título valor), siempre será transmisible, ya que su incorporación al título no es constitutiva de dicha cualidad sino simplemente probatoria, además, ejerce una función dispositiva, facilitando la transmisión del conjunto de derechos que conforman dicha condición[813].

En España el Art. 56 del la Ley de Sociedades Anónimas dice, que "Mientras no se haya impreso y entregado los títulos, la transmisión de acciones procederá de acuerdo con las normas sobre cesión de créditos y demás derechos incorporales".

La función que cumplen los títulos acciones explica que la doctrina reconozca al accionista el derecho a exigir a la sociedad el título que acredita

[811] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Págs. 395 y 397
[812] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 216
[813] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit.. Pag 424 y 425.

su condición de socio y le legitima para el ejercicio de los derechos corporativos[814].

Se debe entender, que el título que incorpora la acción, por estar vinculada al contrato social (al que hace referencia), no crea ni constituye el derecho de socio; es por ello que no cumple una función constitutiva, pues, puede suceder que el derecho exista sin que el título se haya otorgado en forma material. Lo indiscutible es que el título es el medio adecuado de acreditar los derechos que en ella se incorporan[815].

2.2 Transferencia de acciones representados en Certificados

2.2.1 Negocio Causal de la Transferencia

Las acciones emitidos por la sociedad anónima son calificadas por nuestro ordenamiento legal como bienes muebles[816] y por ello pueden ser materia de diversos actos jurídicos que conlleven la transferencia de su propiedad. Estos actos jurídicos o negocios causales pueden materializarse en contratos de compraventa, permuta, donación, fideicomiso, reporto, mutuo, depósito irregular, aporte a la constitución de otra sociedad entre otros, los cuales llevan consigo la cesión de derechos representados en los Certificados de Acciones.

2.2.2 Tradición del Título

El ejercicio de los derechos que se deriva de la acción requiere la exhibición del título, es por ello que es indispensable para que exista la transferencia que se realice la entrega o tradición del título que contiene las acciones; el adquirente, con ella puede inscribir en la matrícula de acciones dicha transferencia y ejercitar el derecho de asistencia, voto, a los dividendos, etcétera.

2.2.3 Cláusula de Cesión anotado en el Título[817]

La acción puede transmitirse mediante la constancia de una cláusula de cesión anotado en el Certificado de la acción o en un suplemento adherido a éste, que será firmado por el cedente. En el derecho italiano y en el texto original del artículo 93 de la Ley General de Sociedades a esta cláusula se le denomina “endoso”. La razón por la cual se ha aplicado a la acción, que es un título nominativo, una cláusula semejante al endoso, que es propio del título a la orden, es el propósito de favorecer la circulación de las acciones, dispensando al adquirente de la carga de pedir la inscripción de la transferencia o el libramiento de un nuevo título de acción. De lo contrario, la posibilidad de transferir por cláusula inserta en el propio título de la acción daría escasísimos frutos y pondría en duda la validez de las ulteriores transferencias mediante esta forma de circulación, a las cuales, sería ajena la sociedad, en cuanto no ha sido requerida para operar la inscripción indicada.

---

[814] GARRIGUES, Joaquin. Ob. cit.. Pág. 462
[815] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 214
[816] Artículo 886 inciso 8 del Código Civil
[817] El artículo 93 de la Ley General de Sociedades fué modificada por la Ley 27287

Messineo considera, que sólo quien adquiriera la acción por endoso y no quiera enajenarla (o no enajenarla a breve término), tiene la conveniencia de someterse al lento y costoso procedimiento, dirigido a conseguir el efecto de la transferencia frente a la sociedad y a la legitimación que se vincula a ella.

Cuando la acción se transfiere solamente mediante cláusula similar al endoso, la transferencia despliega todos sus efectos entre las partes, pero no tiene eficacia frente a la sociedad, el cual depende de la inscripción en la Matrícula de Acciones; o sea, en las relaciones entre cedente y cesionario, la transferencia es perfecta, por la sola virtud de la cláusula similar al endoso; tal es así que el cesionario puede transferir eficazmente, mediante sucesiva cláusula similar al endoso, la acción adquirida y ceder su propiedad[818].

El tenedor se considerará portador legítimo cuando justifique que su derecho por una serie ininterrumpida de cláusulas similares al endoso. El adquirente de buena fe, que se legitima mediante la regular anotación de la cláusula similar al endoso, deviene en propietario de la misma siendo la acción irreivindicable[819]; ello quiere decir, que la transmisión habrá de acreditarse frente a la sociedad mediante la exhibición del titulo anotado con la cláusula similar al endoso, y los administradores, una vez comprobada la regularidad de la cadena de cláusula similares al endoso, inscribirán en la Matricula de Acciones[820].

La cláusula en la que no se designa al cesionario, similar al endoso en blanco, deberá anotarse, de igual manera en el título que contiene la acción. De esta manera se agiliza la transmisión de la acción, ya que el que recibe la acción podrá completar tal cláusula con su nombre o el de un tercero o entregada a otra persona para que complete la cláusula similar al endoso. Ahora bien, sólo en el momento en que el endosatario aparezca designado en el título podrá solicitar la inscripción en la Matricula de Acciones, requisito necesario para el ejercicio de los derechos que emana de la acción[821].

2.2.4 Comunicación a la Sociedad

Cuando la acción haya sido transferida, la inscripción de la transferencia en la Matricula de Acciones podrá ser pedida por el transferente o también por el adquirente, en este caso, la petición debe estar acompañado el título que consta adquisición[822]. Ello significa, que las trasmisiones de acciones, por ser títulos nominativos, requieren la notificación a la sociedad, para que ésta pueda hacer la correspondiente inscripción de la transferencia y cambio de dueño de los títulos en la Matrícula de Acciones[823].

Si el adquirente solicita un nuevo certificado que contenga la acción transferida con la designación de su titularidad, éste debe exhibir a la sociedad el título y

[818] MESSINEO, Francesco. Ob. cit. Págs 398, 399, 404 y 405
[819] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pag. 433
[820] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289
[821] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pag. 431 y 432.
[822] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 274
[823] Ver: GARRIGUES, Joaquin. Ob. cit.. Pág. 464, y URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289

demostrar su derecho, o sea, su adquisición, mediante la entrega del documento que contiene el negocio causal o el endoso en dicho título.

2.2.5 Inscripción en la Matrícula de Acciones

Para la transmisión plena de acciones nominativas es necesaria, en primer lugar, la concurrencia de un negocio causal ("causa traditionis") con la entrega o tradición de los títulos, estos títulos pueden tener anotado la cláusula de cesión similar al endoso; esta tradición requiere la comunicación a la sociedad para la inscripción del adquirente en la Matricula de Acciones y la correspondiente anotación de la transmisión en el título mismo o la emisión de títulos nuevos a nombre del adquirente.

Respecto a la naturaleza del acto de inscripción, la polémica se presenta al calificarla como constitutiva o declarativa del derecho de propiedad; Rodríguez considera que la transmisión de acciones nominativas queda subordinada a la inscripción de la misma en el registro social, que tiene carácter constitutivo, de manera que la sociedad sólo considerara como dueño de las mismas a quien aparezca inscrito en el registro de las acciones nominativas, cuyos requisitos enuncia la ley[824]

Desde otro punto de vista, Messineo dice, que la petición de inscripción de la transferencia realizada por endoso, dirigida a la sociedad, puede considerarse necesaria solamente a los fines de la legitimación y del ejercicio de los derechos de socio (participación en la asamblea, voto, derecho al dividendo, etc.), o sea, a los fines de la transferencia, solamente en lo que se refiere a la sociedad misma; pero respecto a las relaciones (internas) entre las partes, el endoso es suficiente[825]. Es por eso que Uría dice, que por la naturaleza legitimadora y no constitutiva de la anotación de las transferencias en el libro registro, la sociedad deberá proceder sin dilación a la realización de la anotación de la transferencia de acciones en el libro registro de las mismas y, en caso de no hacerlo, no podrá ampararse en la falta de inscripción de la transferencia para negar la legitimación del nuevo socio[826].

A modo de síntesis, se puede afirmar que las acciones pueden transferirse, en las relaciones internas entre transferente y adquirente, mediante anotación en el título de la cesión materializada con una cláusula similar al endoso; sin embargo, con respecto a la sociedad y con respecto a los terceros en general, la transferencia no será perfecta sino cuando se realice la correspondiente inscripción en los libros de la sociedad[827], pero la inscripción de la transferencia no tiene fuerza constitutiva, solo sirve para legitimar como socio al adquirente de las acciones[828].

[824] RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquin. Ob. cit.. Pág. 90
[825] MESSINEO, Francesco. Ob. cit.. Pág 404
[826] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289
[827] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 274
[828] GARRIGUES, Joaquin. Ob. cit.. Pág. 464

2.3 Transferencia de acciones representados mediante anotaciones en cuenta

2.3.1 Nociones

Las anotaciones en cuenta es una forma de representar valores mobiliarios por medio de un registro contable y computarizado de los mismos, sustituyendo así la tradicional representación de esos valores a través de títulos.

Con esta institución se ha producido el fenómeno denominado desmaterialización de los títulos valores, consistente en la eliminación física del papel que incorporaba los derechos y su reemplazo por valores representadas por anotaciones en cuenta.

La sofisticada creación jurídica que sustenta la existencia de los títulos valores, sufre el demoledor impacto de los registros contables y posteriormente de la informática, las cuales, al reemplazar los documentos físicos por simples anotaciones en cuenta, mantiene los valores pero hace desaparecer los títulos, afectando esta creación del derecho, que tiene como soporte el documento que elimina[829]

La transferencia de valores mobiliarios representados por anotaciones en cuenta, o la constitución de derechos sobre los mismos, se produce por medio del registro contable y computarizado de esos actos, el emisor reputará como titular legítimo de los derechos constituidos sobre éstos, a quien aparezca en el registro[830].

2.3.2 Fundamentos

La fuente de la concepción de las acciones representadas por "Anotación en Cuenta" se puede hallar en la necesidad de agilizar y facilitar el manejo de las acciones que cotizan en bolsa[831]. La masificación de los mercados de valores (incipientemente el mercado peruano), reflejados en la cantidad de transacciones que se efectúan y el número de participantes, ha llevado a la necesidad de establecer este mecanismo que facilita la transferencia de los valores mobiliarios. La ventaja que presenta la desmaterialización de títulos es la obtención de un mayor grado de seguridad y rapidez en la negociación y liquidación de los valores que se transan en la bolsa, eliminándose por otra parte el riesgo de falsificación y pérdida de los certificados negociados[832].

2.3.3 Efectos en la naturaleza de la Sociedad Anónima

Se ha afirmado que el título que incorpora la acción no crea ni constituye el derecho de socio, pues, puede suceder que el derecho exista sin que el título se haya otorgado en forma material; es por ello, que las acciones

---

[829] VALLE TEJADA, José. La desmaterialización de los títulos valores y las Instituciones de Compesación y Liquidación de Valores. Quo Vadis Jus? Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Ricardo La Hoz Tirado. UNMSM. Lima 1994. Páginas 565 y 569

[830] HERNANDEZ GAZZO, Juan Luis. Las anotaciones en cuenta y nueva Ley de Mercado de Valores. GESTION. 20/11/96. Pag.6

[831] MAC MULLON, Alberto M. "Nominatividad de las .....Pag. 42

[832] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Derecho Comercial. Editora Grijley. Lima 1998. T.II. Págs. 310 y 311

representadas mediante anotaciones en cuenta no altera la tipificación de la sociedad anónima, ya que el elemento tipificante es la división del capital social en acciones y no la representación material de las mismas[833].

De acuerdo al artículo 216 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, los certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables solo tienen efectos legitimadores, siendo nulos los actos de disposición de los que puedan ser objeto, no se podrá dar curso a transmisiones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor. Estos títulos no están destinados a la circulación y por lo cual no tiene la naturaleza de los títulos valores, son títulos de legitimación, al igual que los boletos de transporte, billetes de lotería, pólizas de seguro, entrada a espectáculos, fichas de guardarropas, etcétera.

Sin inscripción no hay transmisión[834], pues la inscripción transfiere la propiedad, tanto entre las partes como frente a terceros, dentro de los cuales se encuentra el emisor[835].

2.3.4 Aspectos prácticos

Las acciones que pretendan acceder o permanecer admitidas en cotización en un mercado centralizado (Bolsa), deberán estar representados por medio de anotaciones en cuenta. Tan pronto como tales valores se representen de esa manera, los títulos en que anteriormente se reflejaban quedarán amortizadas de pleno derecho[836]. Para tal efecto, la sociedad deberá presentar ante la Institución de Liquidación y Compensación de Valores, a la Bolsa, el Testimonio de la Escritura Pública en la que consten las características y condiciones de los valores objeto de la inscripción (artículo 211 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores).

El artículo 209 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores admite que el estatuto podía autorizar que todas o algunos acciones de su clase no estén representadas en títulos valores, sino por una inscripción registral en cuentas a nombre de sus titulares. Respecto a estos títulos, desaparece así la obligación de incorporar en un título representativo las partes alícuotas de participación en el capital social, desmaterializándose el concepto de acción[837], coexistiendo los dos regímenes de representación de valores.

La transmisibilidad de valores representado mediante anotaciones en cuenta, tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de dicha transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. La trasmisión será oponible frente a terceros desde que se haya practicando la inscripción[838].

---

[833] MAC MULLON, Alberto M. "Nominatividad de las .....Pag 43
[834] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit.. Pag. 434
[835] VALLE TEJADA, José. La desmaterialización... Página 574
[836] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit.. Pag. 436
[837] MAC MULLON, Alberto M. "Nominatividad de las .....Pag. 41
[838] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit.. Pag. 434

2.3.5 Características

Las características de las acciones representadas por anotación en cuenta son las siguientes[839]:

a) La transmisión de las acciones representadas por anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. Este sistema de registro de accionistas, no está basado en el registro numérico de las mismas sino está sistematizado sobre la base de los nombres de los accionistas por orden alfabético, a la orden de los cuales se expedirá un certificado que cubrirá el número total de acciones con prescindencia del orden numérico de los títulos, facilitando así la custodia y manejo de los títulos.

b) La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos, y será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción (artículo 213 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores). La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y el adquirente podrá acreditarse, luego de la inscripción de la transferencia, mediante la exhibición del certificado que será oportunamente expedido por las entidades encargada de los registros contables (Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores), de conformidad con sus propios asientos.

c) El tercero que adquiera a título oneroso acciones representadas por anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlas, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave. Se entiende respecto a la adquisición a título oneroso, ya que esto es coherente con la propia naturaleza del mercado, donde las transacciones se realizan en esta forma, solo quien ha realizado una contraprestación a la hora de adquirir un valor merece tener la especial protección de la irreivindicabilidad; tal como lo estipula el artículo 948 del Código Civil.

d) Frente al adquirente de buena fe, la sociedad emisora solo podrá oponer las excepciones que se desprendan de la inscripción, en relación con la escritura que consta las características de los valores hubiesen estado representados por medio de títulos y las que hubiera podido invocar de haber estado los valores representados por medio de títulos (artículo 214 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores).

3. Cláusulas Estatutarias limitativas y restrictivas a la libre trasmisibilidad de las acciones

3.1 Fundamentos

Las limitaciones estatutarias a la libre trasmisibilidad de las acciones han nacido en el seno de la sociedad anónima de pocos socios (generalmente pequeña o media), por

[839] Ver : URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 289 y 290; MAC MULLON, Alberto M. "Nominatividad de las .....Pag. 42; NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit.. Págs. 434, 435 y 436

lo general anónimas familiares o constituidas por personas unidas entre sí por razones de carácter personal; o sea, en atención a sus conocimientos, a su nacionalidad, a su ideología, a sus intereses económicos, familiares o profesionales; interesándoles, en estos casos, impedir el ingreso de personas extrañas, mantener el equilibrio del grupo en que se integran los accionistas o bien asegurar el control de la sociedad constituida[840].

Sin embargo, Garrigues y Uría dicen, que es una realidad innegable que por un complejo de causas esas restricciones se han multiplicado con rapidez en la práctica estatutaria hasta invadir incluso el terreno peculiar de la gran empresa típicamente capitalista y teóricamente inadecuada para recibir esas cláusulas; pero que las recibe, porque, a las razones de índole puramente personal que las originaron, se suman otras de naturaleza distinta, como son la necesidad de evitar que penetren en la sociedad personas interesadas en sociedades competidoras; la conveniencia de mantener en el seno de la empresa un determinado equilibrio de poderes, que se rompería cuando las acciones de un grupo pasasen a poder de otro o a personas extrañas a la sociedad; el deseo de impedir que puedan penetrar en la sociedad nuevos socios con fines puramente especulativos y otros[841].

De La Puente y Lavalle considera que las limitaciones a la libre trasmisibilidad de acciones de las sociedades anónimas obedecen prácticamente en todos los casos a un propósito de desviar el rol para el cual fue ideada la sociedad anónima, hacia la satisfacción de intereses personales que no coinciden con la esencia capitalista y abierta de estas sociedades[842]. Esta posición, que es sumamente rígida, no deja de tener razón, pues dentro de los factores negativos a las cláusulas restrictivas de trasmisión tenemos la disminución del valor de la acción debido al estorbo en su libre circulación; asimismo, al entorpecer su cotización bursátil, dificulta la afluencia de capitales a la empresa; es por ello que el artículo 6 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores dispone que los valores mobiliarios son libremente transferibles, siendo nula toda limitación estatutaria a su circulación[843].

3.2 Alcances

Las limitaciones estatutarias que se refieran simplemente a la forma de transmitir las acciones no son en realidad verdaderas cláusulas limitativas de su trasmisibilidad; con ellas la trasmisión seguirá siendo libre, aunque hayan de cumplirse requisitos formales, por ejemplo, cuando hubiera dos o más cesiones o endosos en el certificado (artículo 93 de la Ley General de Sociedades).

Las verdaderas limitaciones previstas son las que afectan a las condiciones de fondo de la transmisión. Las que restrinjan y recorten el derecho que tiene el accionista a transmitir la condición de socio enajenando las acciones, como contrapartida de su imposibilidad de separarse libremente de la sociedad retirando la parte que le corresponda en el haber social[844].

---

[840] BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 236
[841] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios de la ley de .... Pág 470 y 471
[842] DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. Derecho de Preferencia de los accionistas. DERECHO Nº 49. Revista de la Facultad de Derecho de la P.U. Católica del Perú. Diciembre de 1995. Pag. 80
[843] MONTOYA ALBERT I, Hernando, Régimen de Trasmisión de Acciones. Revista Peruana de Derecho de la Empresa. "Sociedades y Mercado de Valores". ASESORANDINA. Lima, Noviembre de 1994. Pág 59
[844] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios de la ley de ... Pág 473

En todo caso, las cláusulas limitativas de la libre trasmisibilidad de acciones habrán de configurarse de manera que su mecanismo no excediera de una mera y justificada limitación de la trasmisibilidad[845], ello quiere decir, que los límites a la circulación no pueden ir más allá de la característica fundamental de la acción: la de estar destinada a circular[846]. Es por ello que las limitaciones a la libre trasmisibilidad de las acciones de una sociedad anónima deben tratarse con carácter restrictivo, por constituir regímenes de excepción[847].

Finalmente, se debe mencionar que cuando la restricción se establezca mediante modificación de los estatutos sociales, los accionistas afectados que no hayan votado a favor de tal acuerdo podrán ejercer el derecho de separación dentro del plazo de diez días contados desde la publicación del acuerdo.

3.3 Clases de Cláusulas Estatutarias limitativas y restrictivas a la libre trasmisibilidad de las acciones.

3.3.1 Cláusulas de Consentimiento

a) Definición.- Se entiende por cláusulas de consentimiento o aprobación, a aquellas que exigen una consulta previa a la sociedad para la transferencia de acciones o subordinan la validez de las transmisiones a la aprobación de ésta. Entiéndase por consentimiento de la sociedad, al derecho de aceptar la persona del cesionario efectuado por el Directorio o incluso, en ciertos casos, por la Junta General[848].

b) Características

? ? Toda trasmisión debe ir precedida de una consulta a la sociedad.

? ? Esta cláusula constituye una prueba latente de la vigencia del *"intuito personae"* en la Sociedad Anónima, o sea, que se introduce la consideración a la persona, que razonablemente se conoce únicamente en las sociedades por interés. Se usa, ya sea en las sociedades de tipo familiar, en las de carácter semi-político, y sirven para eliminar a aquellos parezcan indeseables[849].

? ? La previa aprobación de la sociedad puede ser otorgada a través de cualquiera de sus órganos dependiendo de la cláusula estatutaria que lo establece[850];

? ? El consentimiento o aprobación que se le encarga al Directorio o a la Junta General de Accionistas, requiere, en el primer caso la aprobación mayoritaria de sus miembros y en el segundo la aprobación mayoritaria de accionistas;

? ? El asentimiento de la sociedad respecto a la procedencia de la

---

[845] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pag. 449..
[846] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág. 399
[847] DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. Derecho de Preferencia .... Pag. 80
[848] Ver: REGGIARDO DENEGRI, Aldo: Transferencia de acciones en la Sociedad Anónima. El Peruano 04.06.96. Suplemento Economía & Derecho. Pág B-6; RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 362; URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 291; BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 237
[849] RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 363
[850] GARRIGUES, Joaquín y URIA, RodrigoPág 474

transferencia es irrevocable, pero en caso de denegatoria, nada impide que dicha decisión sea revocada posteriormente[851].

c) Modalidades

En la práctica esta cláusula presenta varias modalidades:

? ?Ordinariamente se establece que el asentimiento lo otorgue el órgano de administración, o sea, el Directorio;

? ?Raramente se determina que el asentimiento lo otorga la Junta General de Accionistas;

? ?Se prescribe que la transferencia requiera el asentimiento previo

? ?Se establece que para la perfección de la transferencia basta el asentimiento posterior, después que la operación se haya perfeccionado en las relaciones entre las partes;

? ?Se exige que, además de la aprobación, es necesario que el adquirente reúna de cualidades o circunstancias, como por ejemplo, nacionalidad peruana, determinada profesión, etcétera.

d) Límites de la denegatoria

El peligro de la cláusula de aprobación es que de ejercitarse continuamente por la sociedad este derecho de veto, se estaría congelando del tráfico mercantil las acciones de esa sociedad[852]. Asimismo, convertiría a los accionistas en "prisioneros de sus títulos" cuando no encuentran un cesionario que sea del agrado de la sociedad emisora. La sociedad tiene en sus manos la posibilidad de anular, en la práctica, la trasmisibilidad de las acciones negándose de modo sistemático a consentir las transmisiones, con una actitud sin duda abusiva, que en el fondo sería ilegítima, pero muy difícil de combatir o contrarrestar[853].

La denegatoria debe ser justificada, sin la cual se llegaría a suprimir el derecho de negociar el título, el cual dejaría de ser una acción[854]. La legislación debería exigir que las cláusulas de consentimiento de los estatutos mencionen las causas que permitan denegar la transmisión, por lo que la autorización o denegación no sería una potestad discrecional de la sociedad, sino, sería una actividad reglada. La denegación de los administradores o Junta General de la sociedad solo podría efectuarse si algún elemento de la transferencia estuviese incurso en las causales establecidos en el estatuto[855]. En la legislación peruana, solo para la Sociedad Anónima Cerrada, se establece que la denegatoria del consentimiento a la transferencia determina que la sociedad quede obligada a adquirir las acciones en el precio y condiciones ofertados (Artículo 238). Esta obligación debería extenderse también para las sociedades anónimas ordinarias.

---

[851] REGGIARDO DENEGRI, Aldo: Transferencia de acciones..... Págs B-6 , B-7
[852] MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra Citada. Pág 64
[853] GARRIGUES, Joaquín y URIA, RodrigoPág 474
[854] RIPERT, Georges. Ob. cit.. Peg. 363
[855] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pag. 451.

La ley también omite reglar respecto al silencio de la sociedad, por lo que se debiera considerar la autorización como concedida, si transcurre un plazo razonable desde la presentación de la solicitud sin que la sociedad haya contestado.

3.3.2 Cláusulas de Tanteo

a) **Nociones.-** La cláusula de tanteo es un pacto contenido en los estatutos que confiere a la sociedad o a otros accionistas, en el caso que un accionista desee vender sus acciones, el derecho de adquirir acciones con preferencia, dentro de determinado plazo y por un precio fijado *a priori* o a precisarse en virtud de bases preestablecidas; ello significa, que el socio que pretenda vender sus acciones no debe trasmitirla a terceros sin haberlas ofrecido previamente a la sociedad o por medio de ella a los restantes accionistas[856].

Con este tipo de limitaciones, el accionista ya no queda prisionero de sus títulos y siempre tiene la posibilidad de enajenarlos, pues en definitiva la sociedad sólo se reserva la facultad de adquirirlas, designar el cesionario o de poner en conocimiento de los demás socios para que hagan ejercicio de su derecho, y de no adquirirla, hacer la designación, o que los demás accionistas hagan uso de la preferencia dentro del plazo fijado, ya que de no efectuarlo, queda en libertad el accionista para vender sus acciones a terceros. Esta limitación no vulnera el derecho de negociación[857].

b) Elementos Personales

? ?**Transferente**

El transferente es el accionista que pretende transferir sus acciones, pero no lo puede hacer libremente, ya que probablemente está unido a los demás accionistas por vínculos familiares, profesionales, personales, u otro tipo de vínculos de índole personal. Si pudiera transferir libremente sus acciones, terceras personas podrían entrar a la sociedad, situación que alteraría el carácter cerrado (económicamente hablando) de este tipo de sociedades.

? ? **Beneficiario**

Dentro de los requisitos de la cláusula de tanteo está la determinación de sus beneficiarios. En este caso, para la designación de las personas en cuyo favor pueda jugar el tanteo, puede presentarse las siguientes situaciones: La sociedad es la beneficiaria del derecho de preferencia, para ello debe adquirir las acciones con los requisitos y procedimientos exigidos en el artículo 104 de la Ley. El directorio puede estar facultado para presentar comprador, bien dejando a su arbitrio la elección de éste entre los socios solamente o incluso entre personas extrañas a la sociedad; Los beneficiarios pueden ser los demás accionistas, en este

---

[856] Ver: MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra citada. Pág 65; MESSINEO, Francesco. Obra citada. Págs 399 y 400; REGGIARDO DENEGRI, Aldo. Transferencia de acciones..... Pág. B-7; BROSETA PONT, Manuel. Ob. cit.. Pág. 237, y DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. Derecho de Preferencia ... Pag. 81.

[857] Ver: GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la .....Págs 475; RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 363.

caso el directorio debe comunicar a los socios la oportunidad de adquirir con carácter preferente las acciones puestas en venta[858].

Respecto al reconocimiento del derecho de adquisición preferente en favor de los accionistas, nada impide que el derecho se establezca en favor de una serie o clase de acciones[859].

d) Elementos Materiales

? ? **Precio**

Otro de los requisitos de la cláusula de tanteo es el modo de fijar el precio. En este tipo de cláusulas el valor de las acciones suele fijarse con arreglo a métodos más o menos objetivos o automáticos, o los estatutos de la sociedad disponen que los títulos serán adquiridos por un precio, que será fijado cada año por la Junta General, ya que el derecho de preferencia puede resultar frustrado por el precio elevado, ofrecido, a veces ficticiamente, por el cesionario eventual[860].

Cuando se estipula un precio obligatorio, ordinariamente, éste viene determinado por el mayor de los valores llamados de liquidación y de rendimiento. El valor de liquidación esta dado por el valor nominal de las acciones, incrementado con la parte proporcional de las reservas de contabilidad y beneficios, de ser el caso, disminuido por las pérdidas que se arrastren según el último balance. El valor de rendimiento, se entiende el resultante de capitalizar el promedio de los dividendos distribuidos en ejercicios inmediatos anteriores. En el caso que no se hubiera repartido dividendos, el valor de las acciones será el de liquidación[861].

? ? **Plazo**

La fijación del plazo dentro del que haya de adquirirse las acciones es esencial, pues al no quedar vinculada la sociedad por un plazo determinado, podría prolongar indefinidamente la indisponibilidad de los títulos[862], afectándose así el interés original del accionista en la transferencia, ya sea por razones de tiempo o económicas[863].

Cuando el eventual beneficiario del derecho de preferencia no ejerza su derecho dentro de un plazo razonable, el accionista podrá trasmitir sus acciones a terceros.

d) Procedimiento

El accionista que quiere ceder o transferir sus acciones notifica su intención a la sociedad indicando el precio estipulado, está debe realizar los siguientes procedimientos: a) El directorio ejerce el derecho de preferencia adquiriendo los títulos o designando el comprador en el plazo estipulado y con el precio ofertado o fijado; o b) La sociedad pone en conocimiento a los demás accionistas para que puedan

[858] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la .....Págs 475 y 476
[859] MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra citada. Peg 67.
[860] Ver: RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 363; MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra Citada.Pág 65.
[861] MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra Citada. Pág 67.
[862] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la .....Pág.475.
[863] REGGIARDO DENEGRI Aldo. Transferencia de acciones..... Pág. B-7.

adquirir, dentro del plazo y por el precio fijado, en esta circunstancia, el título se atribuye en general al accionista que lo solicite, si hay varios pedidos, en forma proporcional a la participación en el capital social, en algunos casos mediante un sorteo.

e) Limitaciones

En primer lugar, debe rechazarse la estipulación que deje la determinación del precio al arbitrio de la sociedad; no teniendo validez las cláusulas que no establezcan normas para determinarlo[864].

En segundo lugar, no podrán aceptarse las restricciones por las que el accionista o accionistas que ofrecieron la transferencia de un conjunto de acciones, queden obligados a transmitir un número de acciones distinto de aquel ofrecido ni que le impidan obtener el valor real de las mismas[865].

Finalmente, este pacto de Preferencia es reñido con las normas bursátiles, porque éstas requieren darle la mayor fluidez posible a la circulación y negociación de los títulos[866].

3.4 Efectos del Incumplimiento de las Cláusulas limitativas y restrictivas

Los efectos de la trasmisión de las acciones incumpliendo las cláusulas estatutarias limitativas de su trasmisibilidad, tienen relación con las consecuencias obligatorias y reales del acto de disposición, que está vinculado con los efectos en lo que se refiere a las relaciones entre cedente y cesionario y en lo que se relaciona con la sociedad. Ello se examinará a continuación.

3.4.1 Efectos entre el Cedente y el Cesionario

El incumplimiento de los estatutos es irrelevante en las relaciones entre el cedente y cesionario, pese a la irregularidad del procedimiento, éste adquiere el dominio del título; ello significa, que la cesión será válida y producirá efectos obligacionales, porque para el vínculo jurídico entre cedente y cesionario la cláusula estatutaria limitativa es *res inter alios acta*[867], o sea, al cesionario no se le puede oponer un derecho nacido como consecuencia de la celebración de un acto jurídico respecto del cual tiene la calidad de tercero. Pero este negocio no producirá su efecto fundamental, cual es la adquisición de la condición de socio, de forma que se puede considerar que el adquirente puede pedir la resolución del contrato de transferencia y la indemnización correspondiente por parte del trasmitente[868].

3.4.2 Efectos frente a la Sociedad

---

[864] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la .....Págs 475.
[865] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pags. 451 Y 452.
[866] VIDAL RAMIREZ, Fernando. Aspectos jurídicos de la negociabilidad .... Pág 52.
[867] Ver: MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra citada. Pág 68 y GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Págs. 478 y 479
[868] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pag. 453.

La transmisión irregular será ineficaz frente a la sociedad, que podrá negarse válidamente a reconocer la condición de socio en el nuevo adquirente de las acciones, impidiéndole el ejercicio de toda clase de derechos de socio. Para la sociedad continuará siendo accionista el cedente, y como se ha mencionado, sin perjuicio de los derechos que correspondan al cesionario sobre las ventajas de carácter patrimonial que la posesión del estado de socio continúe proporcionando al cedente[869] (indemnización por incumplimiento del contrato de cesión). Esto trae como consecuencia, que ni la sociedad, ni el titular del derecho preferente de adquisición establecido en los estatutos, tienen derecho de retracto, incluso cuando los estatutos concedan expresamente este derecho, ya es dudosa su validez frente a terceros cuando es establecido por un pacto interpartes y porque la ley concede a la sociedad un remedio suficiente, cual es de no considerarlo socio al adquirente[870].

3.5 Oportunidad de introducir limitaciones y restricciones

Las cláusulas limitativas a la trasmisión de la propiedad de las acciones, pueden establecerse en el acto de fundación de la sociedad o posteriormente mediante el procedimiento y los requisitos de la modificación de estatutos. Es este caso, el accionista que se opuso al acuerdo modificatorio y dejó constancia de su oposición en actas, asimismo, el ausente y el privado ilegítimamente de su derecho de voto, tienen la facultad de separarse de la sociedad (artículo 200 de la Ley). Por otro lado, si las acciones se negocian en el mercado de valores, cualquier limitación a su libre trasmisibilidad carece de efectos jurídicos (artículo 3 del Decreto Legislativo 861).

4. Prohibiciones Temporales de transferencia de acciones.

El artículo 101 de la Ley General de Sociedades dispone, que cuando así lo establezca el pacto social o el estatuto o lo convenga el titular de las acciones correspondientes, es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o de otra manera afectar acciones. Por tal motivo, trataremos los fundamentos, alcances, efectos y momento en el que se pueden introducir estas cláusulas en la vida societaria.

4.1 Fundamentos

Considerando que las acciones tienen vocación circulatoria, la doctrina inicialmente no podía admitir que el accionista sea privado del derecho de negociar su titulo, por lo que la cláusula de los estatutos que le privara de este derecho, sería nula o bien, convertiría la sociedad en una sociedad por intereses que sería, por otra parte, una sociedad irregular[871].

---

[869] GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios a la Ley... Pág 479
[870] NIETO CAROL, Ubaldo. Ob. cit. Pag. 453.
[871] RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 362

El artículo 882 del Código Civil cuando prescribe, que no se puede establecer contractualmente la prohibición de enajenar o gravar bienes, busca evitar la paralización de la circulación de la riqueza, pues, las cláusulas de inalienabilidad determina que el adquirente no pueda desprenderse de un bien que le resulta improductivo y hasta ruinoso, siendo contrario al derecho de disposición del propietario que es la esencia misma del derecho de propiedad.

Pero existen situaciones, sustentados en un interés serio y no egoísta del transferente, que ha determinado que la jurisprudencia francesa comenzara a admitirla a mitad del siglo XIX; Arias-Schreiber Pezet dice, que los juristas franceses se muestran partidarios de las cláusulas de inalienabilidad relativa, pero a condición de que sean de poca duración y que vengan justificadas por un interés serio[872]. Los hermanos Mazeaud dicen que la inalienabilidad no crearía bienes de manos muertas más que si fuera perpetúa, presentándose como una restricción al derecho de propiedad y no como un derecho real, ya que a pesar de admitir como válido la cláusula de inalienabilidad, el tercero adquirente de buena fe de bien mueble se le considera propietario desde que toma posesión[873].

Las inversiones que, por la envergadura del proyecto, requieren que sus socios estratégicos, garanticen su permanencia, no solo en la ejecución de dicho proyecto, sino en el desarrollo de su explotación, necesitan que el otro socio estratégico convenga mediante pacto la prohibición temporal de transferir las acciones.

Como se puede apreciar, que son los hechos económicos los que han evidenciado la necesidad del pacto estatutario o convencional de abstención de la enajenación de la acción por un determinado período de tiempo, puesto que este pacto puede depender, también, de la particular naturaleza de la sociedad por acciones, como es el caso de la sociedad familiar, de igual modo aquellas sociedades que realizan inversiones altamente riesgosas, cuando operan en lugares que uno de los socios tenga una presencia importante en el mercado local, etc.. Se puede advertir, que es lícita la cláusula de inalienabilidad temporal, siempre que responda a un apreciable interés de una de las partes[874].

4.2 Alcances

Los hermanos Mazeaud señalan los alcances de las cláusulas de inalienabilidad, mencionan en primer lugar, la necesidad de un interés serio y legítimo, y en segundo lugar, que la inalienabilidad debe ser solamente temporal[875].

El interés serio y legítimo, como ya lo mencionamos, se presenta por ejemplo, en el caso de inversionistas extranjeros, que requieren, para realizar inversiones en el país, que uno o más socios tengan una presencia importante

[872] ARIAS-SCHREIBER PEZET, Max. Exégesis. T IV. Librería Studium. Lima 1991. Págs. 35 y 36
[873] MAZEAUD, Henri, León y Jean. Lecciones de Derecho Civil. Parte Primera. Volumen I. Ediciones Jurídica Europa-América. Buenos Aires. Página. 345
[874] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Págs. 399 y 400
[875] MAZEAUD, Henri, León y Jean. Obra citada. Parte Primera. Vol. I. Pág. 347

en el mercado local y aseguren su presencia en la actividad empresarial que emprenderán.

Consagrar cláusulas que prohíban de forma perpetúa la trasmisión de acciones, contribuiría a quebrar la propia lógica de la Sociedad Anónima, entorpeciendo con ello, la posibilidad de que sus titulares puedan desprenderse de ellas[876]. Es por ello, que el artículo 101 de la Ley dice, que "La prohibición debe ser por plazo determinado o determinable y no podrá exceder de diez años prorrogables antes del vencimiento por períodos no mayores", lo quiere decir, que la prohibición de transferir las acciones debe ser temporal, no pudiendo superar los diez años, pero puede ser materia de prorroga antes del término del plazo por un tiempo mayor. Con relación a esta prórroga, la interrogante se presenta sobre la posibilidad de establecer en el estatuto (o en el acuerdo que intervenga el titular de las acciones), la prórroga automática de la prohibición temporal, en este caso se debe tener presente que cuando la norma restringe determinados derechos no puede interpretarse extensivamente, por lo que, debe acordarse dicha prórroga antes del vencimiento.

4.3 Efectos del incumplimiento de las Cláusulas prohibitivas

4.3.1 Frente a la Sociedad

El artículo 101 de la Ley dispone, que el pacto social, estatuto o la voluntad del titular de las acciones, pueden establecer la prohibición temporal de enajenar acciones. Los términos y condiciones de tal prohibición temporal deben ser anotados en la matrícula de acciones y en los certificados, anotaciones en cuenta o en el documento que evidencie la titularidad de la respectiva acción. En tal sentido, si al existir una cláusula estatutaria o el titular comunique a la sociedad que ha convenido frente a otra persona la inalienabilidad de sus acciones y se transfiera las acciones, tal transferencia no tendrá validez frente a la sociedad.

4.3.2 Entre las partes

Si la prohibición temporal no ha sido establecido en el estatuto o pacto social, o habiendo convenido el titular de las acciones no comunicó a la sociedad para ser anotados en la matrícula de acciones y en los certificados, ésta es válida en las relaciones entre aquel que se compromete a no enajenar y aquel respecto del cual se asume el compromiso, pero no tiene efecto frente a la sociedad ni frente a terceros que puedan adquirir tales acciones[877].

4.3.3 Frente a Terceros

El pacto estatutario de abstención de enajenación de la acción por un determinado período de tiempo es oponible al tercero-adquirente, a quien la acción haya sido enajenada con omisión de la prohibición; debe tenerse en cuenta que nuestra ley adiciona otros requisitos de publicidad, este consiste en

[876] REGGIARDO DENEGRI , Aldo. Transferencia de acciones .... Pág B-6
[877] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 399

la anotación en la matrícula de acciones y en los certificados de los términos y condiciones de la prohibición temporal.

Es por ello, que si la cláusula de inalienabilidad sólo ha sido acordado entre las partes y no se ha comunicado a la sociedad para la inscripción en la Matrícula de Acciones, son inoponibles a terceros adquirentes de buena fe.

4.4 Oportunidad de introducir prohibiciones

El artículo 101 de la ley dispone, que la cláusula de inalienabilidad temporal de las acciones se puede establecer en el momento de constitución de la sociedad, o al modificar el pacto social o el estatuto, con los requisitos para la instalación y acuerdos de la Junta. Otra novedad del dispositivo legal es la introducción de la prohibición temporal de afectar las acciones mediante un válido acuerdo de la junta general, sin los requisitos de ley o del estatuto para la modificación del estatuto, pero en este caso sólo alcanza a las acciones de quienes han votado a favor del acuerdo, debiendo en el mismo acto separarse dichas acciones en una o más clases.

De igual modo, el accionista tiene la posibilidad de obligarse a afectar las acciones que es titular con un pacto de inalienabilidad, cuando el ordenamiento legal usa el término "convenga" o "convenir" se refiere a la relación contractual, pues el contrato es una convención con contenido patrimonial. De acuerdo a lo antes mencionado, se puede colegir que la inalienabilidad temporal de las acciones también se puede introducir mediante convenios entre socios (ejemplo: sindicato de accionistas) o entre éstos y terceros.

5. Pactos sobre negociabilidad de acciones (Sindicato de Bloqueo)

5.1 Función

Para que los pactos de sindicación de acciones sean eficaces, se constituye entre accionistas, los sindicatos de bloqueo de títulos. Los accionistas entregan sus títulos a los sindicatos y una vez privados de la posesión ya no pueden ejercer sus derechos, entre ellos el de la libre negociabilidad de sus acciones.

Los sindicatos de bloqueo tienen por objeto[878] mantener la misma correlación de fuerzas dentro de la sociedad para el manejo de la misma o la defensa de los minoritarios, a través de la restricción de la libre trasmisibilidad de la propiedad de las acciones, asegurando la perduración del bloque.

El Sindicato para lograr su objeto emplea pactos que contengan restricciones a la libre trasmisibilidad de las acciones, como aquella que en el caso que se pretenda venderlas lo efectúen dentro del sindicato, asegurando que el adquirente esté comprometido con el sindicato por las acciones que le han entregado de otro participante, que se está separando. De igual modo, los

[878] El objeto del sindicato de mando es asegurar la mayoría para la elección del Directorio y decisiones importantes de la S.A.. En el sindicato de defensa el objeto es proteger los derechos de los accionistas contra el Directorio

accionistas pueden convenir la prohibición de enajenar la acción, siempre que sean temporales y tengan un fin justificable[879].

En síntesis, los sindicatos de bloqueo tienen como fin común el mantener inalterable una determinada composición personal en la sociedad, con el objeto que no varíe la correlación de fuerzas al interior de ella, en desmedro del grupo sindicado[880]

5.2 Objeto del contrato de sindicato de bloqueo.

El contrato por el que se forma un sindicato de bloqueo de Acciones tiene por objeto crear obligaciones que consisten en prestaciones de no hacer; pues estos se obligan a no transferir sus acciones sin respetar el procedimiento restrictivo acordado. Este deber de abstención tiene una particularidad, su carácter duradero, que comúnmente se manifestará como una prestación continua[881].

5.3 Modalidades

Las modalidades más comunes son los siguientes:

a) El acuerdo que contiene la obligación de no trasmitir sus acciones, sino con la previa autorización del Sindicato. La autorización podrá ser dada en forma unánime, por mayoría, o por la persona que indique el acuerdo de sindicación, normalmente es el síndico.

b) Acuerdo mediante el cual los accionistas se obligan a no transferir sus acciones durante cierto tiempo. Estas cláusulas de inalienabilidad deben estar sujetas a un límite de temporalidad y responder a un interés legítimo de alguno de los miembros del sindicato.

c) Acuerdo por el que se establece la obligación que solo podrá trasmitir la acción o acciones a personas que reúnan ciertas cualidades o se encuentren en determinada situación.

d) Acuerdo que establece la obligación de que en caso que se desee trasmitir las acciones, éstas serán ofrecidas en venta primeramente a los que conforman el grupo sindicado.

e) Acuerdo por el cual los accionistas se obligan a trasmitir sus acciones únicamente a personas que estén dispuestos a integrar el sindicato.

5.4 Efectos

El pacto de bloqueo de acciones incorporados a un convenio de sindicación no afecta a la sociedad si no le ha sido comunicada. En este caso, la transmisión de acciones realizada contra lo convenido en cualquiera de esos pactos, legitimará al adquirente frente a la sociedad para el ejercicio de los derechos de socio, sin

[879] Ver: MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra citada. Págs 61 y 62; MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 400; RIPERT, Georges. Ob. cit.. Pág. 359.
[880] CORNEJO GUERRERO, Carlos. El sindicato de Bloque de Acciones. Cultural Cuzco Editores. Lima, 1997. página 207.
[881] CORNEJO GUERRERO, Carlos. Obra citada. Página 90

perjuicio de la responsabilidad que pueda derivar para el cedente por la violación del pacto o convenio que le ligue con otros accionistas. Ello quiere decir que el incumplimiento del pacto determina que el infractor responda frente a los demás por los daños y perjuicios.

Esta responsabilidad no suele darse cuando el pacto ha sido comunicado a la sociedad. En este caso, la sociedad, debió anotarlo en la Matrícula de Acciones y en los Certificados respectivos, siendo oponible también a terceros.

6. Limitaciones Legales a la Trasmisibilidad de las Acciones y el Derecho de Adquisición Preferente de los Accionistas de las S.A.C.

Con anterioridad se ha tratado sobre las limitaciones y prohibiciones temporales, establecidas por pactos entre socios o terceros o por los Estatutos, pero como excepción a la característica natural de las acciones, su libre trasmisibilidad. Finalizando 1997, la legislación nacional, reproduciendo normas de la Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada, introduce el establecimiento de limitaciones a la trasmisibilidad de las acciones como característica ordinaria de las acciones de la Sociedad Anónima Cerrada, y como contrapartida de ello, el nacimiento del derecho de adquisición preferente de los accionistas de las S.A.C. teniendo como fuente la ley.

El artículo 237 de la LGS dispone que el accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes, para que dentro del plazo de treinta días puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital.

Elías Laroza[882] señala que la pequeña sociedad anónima privada, que se caracteriza por su carácter cerrado, es creada por un pequeño número de socios que se conocen y predomina el *'affectio societatis'*. En este tipo de sociedad, el factor personal supera al factor capital; el '*intentus personae'* presupone la confianza mutua, por lo que prevalecen las relaciones personales y las convenciones de los socios entre sí, que quieren ante todo "cerrar las puertas" a forasteros. Se trata en realidad - dice Elías Laroza - de una sociedad personalista que ha recurrido a la forma anónima".

Verón[883] expresa que la empresa cerrada es aquella que no recurre a la suscripción pública y mantiene el capital en manos de un grupo familiar, de amigos o, simplemente, núcleo de personas que *ab initio* tuvieron la idea de mancomunarse en el esfuerzo de emprender una determinada actividad económica. La sociedad anónima cerrada es aquella integrada por un reducido número de individuos que no desean, no permiten, no tienen interés en abrirse otros individuos, mantienen su cerrazón de modo irreductible y desarrollan sus negocios con un criterio societario por lo general *intuitue personae* que rechaza toda noción de apertura hacia terceros accionistas[884]. En Inglaterra: "La *private company* es una *company* en la cual el

[882] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de Sociedades ... Página 492
[883] VERON, Alberto Víctor. Sociedades anónimas de familia. Editorial Ábaco. Buenos Aires 1979. Página 64
[884] VERON, Alberto Víctor. Obra citada. Páginas 238 y 239

número de socios no excede de cincuenta, no se acude a la suscripción pública y las trasmisiones de las acciones están sometidas estatutariamente a restricciones"[885]

Verón recomienda que la reglamentación de la sociedad anónima debe estar dejada a la libertad de los estatutos, para encontrar las fórmulas *ad-hoc* apropiadas a cada caso concreto, puesto que la sociedad anónima cerrada es, ante todo, un producto del individualismo familiar, y resultara molesto, cuando no peligroso, paralizar su organización y su funcionamiento dentro de una coraza rígida de disposiciones imperativas. En realidad, en las sociedades anónimas de composición familiar, muchas de las integradas por pequeños números de socios, son frecuentes en la práctica los **pactos** limitando la libre trasmisibilidad de las acciones. Estas limitaciones vienen impuestas por el deseo de impedir que vayan a parar a manos extrañas y suelen consistir en el establecimiento de derecho de opción a los demás socios o a la sociedad, para adquirir los títulos en venta[886].

Por otro lado, cuando la expansión de la empresa se encuentra frente a la necesidad de nuevos capitales, si la mayoría de los miembros de la familia desea conservar la empresa que fue fundada por sus padres o por sus abuelos, tienen el derecho de evitar que por capricho o avaricia de algunos de sus miembros, o por la gran capacidad financiera de los terceros que ingresan, la familia pierda el control de la sociedad y el sindicato de accionistas se aviene para la defensa de la integridad del grupo familiar[887].

Para Galgano[888], el ciclo histórico de la sociedad anónima se inició en el momento en que la burguesía comercial e industrial concibe grandes proyectos empresariales requiriendo ingentes capitales que ella por si sola no tiene, ya que comparte la distribución de la riqueza con la antigua clase terrateniente, por lo que se crea la acción, para proponerles, este nuevo bien, como provechosa fuente de renta; posteriormente, en la etapa del capitalismo avanzado y maduro, las sociedades anónimas, tienden a autofinanciar su crecimiento (incluso creando sociedades familiares que constituyen agrupaciones empresariales), pero los dividendos, a tasa menores que la tasa que los intereses dados a préstamos, deprime el mercado de acciones, descapitalizándose, debiendo salir en su ayuda el Estado mediante créditos de fomento con baja tasa de interés y a largo vencimiento (financiamiento público). En la época actual, dice Galgano, de transición a la llamada sociedad post industrial, basada en incesantes innovaciones tecnológicas, el autofinanciamiento y el financiamiento público se manifiestan inadecuadas, por lo que la clase empresarial mira otra vez con interés el aporte financiero de otras clases poseedoras de riqueza: razón por la cual se multiplican las emisiones de acciones y crece el número de las sociedades que viven pendientes de las cotizaciones de la bolsa.

Es por ello que se afirma, que cuando la forma jurídica de la sociedad anónima es utilizada para constituir empresas medianas e inclusive empresas de pequeñas dimensiones, la división del capital social en acciones ha perdido su función de instrumento para la utilización del ahorro de las clases populares[889].

---

[885] VERON, Alberto Víctor. Obra citada. Pié de Página 184
[886] VERON, Alberto Víctor. Obra citada. Páginas 1507 y 1508
[887] VERON, Alberto Víctor. Obra citada. Página 1557
[888] GALGANO, Francesco. Derecho Comercial. Volumen II. Editorial Temis S.A. Santa fe de Bogotá. Colombia. 1999. Páginas 238 al 242
[889] GALGANO, Francesco. Obra citada. Página 216

Verón reconoce que no son pocos los casos de sociedades anónimas cerradas o de familia en que la traslación del poder a una "élite" especializada se manifiesta de manera similar a la gran sociedad anónima, por que quienes conducen el negocio, que son el ejecutivo, administrador o gerente, viven permanentemente en la empresa, y si por añadidura gozan de la confianza de los titulares del capital, además de suponerlos aptos para tal función, son los que en definitiva, ejercen el poder efectivo de gestión[890]. Del mismo modo, el mencionado jurista, reconoce que en Gran Bretaña, los orígenes de la empresa familiar, partiendo desde fines de la revolución industrial y hasta nuestros días, asume un valor histórico trascendente en la economía inglesa, ya que, en principio, tanto la actividad agrícola como la industrial se basaba en la familia como unidad social. Luego, la tradición familiar señalaba como regla que los funcionarios gerenciales se eligieran de entre las familias de los socios, iniciándose así las más conocidas dinastías comerciales y no extrañando las fusiones y consolidaciones de empresas motivadas por los matrimonios contraídos entre miembros de esas familias. Posteriormente, con el avance industrial, se va insinuando una tendencia a separar la gerencia de la propiedad, evolución que no es exclusiva de Gran Bretaña, así las organizaciones económicas de grandes magnitudes y cuyas acciones cotizan en Bolsa como Armour, Dow, Ford, Grace; Du Pont, y Swift comenzaron siendo empresas de familia[891].

Como se aprecia, la sociedad cerrada mediante pactos entre todos o un grupo de socios, así como mediante cláusulas estatutarias, han obtenido un instrumento efectivo para cerrar las puertas a extraños, a pesar que asume una forma jurídica que proporciona el ordenamiento legal como instrumento recolector capitales, basados en sus características principales: responsabilidad limitada de los socios y la incorporación de derechos de participación a las acciones para su libre trasmisilidad. Pero, con la supuesta intención de cautelar el interés de los accionistas de mantener la titularidad de las acciones en poder del pequeño grupo inicial, procurar que se imponga un derecho de adquisición preferente a favor de estos[892], cuando mediante pacto o el estatuto ha sido suficiente para general el derecho y cautelarlo, parece ser un despropósito. Lo único que hace el Estado, como política legislativa, es inducir al empresariado peruano a fortalecer concepciones que han sido una de las causales para el primitivo desarrollo de las sociedades anónimas en el Perú e inclusive su crisis, interrumpiendo el desarrollo de las empresas.

De otro lado, el artículo 240 de la LGS, repitiendo lo estipulado para las Sociedades Comerciales de Responsabilidad Limitada, prescribe que, si bien la adquisición de las acciones por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio, sin embargo, el pacto social o el estatuto podrá establecer que los demás accionistas tendrán derecho a adquirir las acciones del accionista fallecido. Ello significa, que cuando fallece uno de los socios de una SAC, en principio, sus herederos o legatarios adquieren la calidad de socios, "pero ante el interés de los demás accionistas de adquirir las acciones que hubieran recibido como herencia o legado, quedan obligados a transferirles cuando el pacto social o el estatuto así lo establezca[893]; en ese sentido, la ley franquea la oportunidad de defender a la sociedad contra el ingreso de personas extrañas a los demás socios que inicialmente la

[890] VERON, Alberto Víctor. Obra citada. Página 183
[891] VERON, Alberto Víctor. Obra citada. Página 250 y 251
[892] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de Sociedades ... Página 496
[893] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General de Sociedades ... Página 502

constituyeron, permitiendo que se pacte el derecho de los socios sobrevivientes para adquirir las acciones del socio fallecido[894]. En este caso, se quebranta el derecho sucesorio, que se fundamenta en el hecho que el hombre conquista por su trabajo la situación de individuo libre; es decir, liberado de esa servidumbre que es la ausencia total de bienes; pero no la adquiere egoístamente para él solo; la adquiere también para las generaciones a las cuales da la vida[895]

Verón[896] expone que uno de los casos, muy frecuente, consiste en transformar la empresa de un comerciante o industrial individual en sociedad anónima, distribuyendo las acciones representativas del patrimonio entre futuros herederos, manteniendo la unidad empresarial, y facilitando la repartición del haber hereditario entre aquellos; en otros casos, el propietario de edad avanzada crea una sociedad anónima para dejar su patrimonio (total o parcial) a parientes o amigos, manteniendo en vida el control de los negocios sociales y la percepción de sus resultados.

De igual modo, la evolución de un sector de sociedades anónimas, de tener el carácter de familiar para convertirse en sociedad gerencial (en el que la gestión se ha separado de la propiedad), ha jugado un papel significativo la transmisión de acciones por sucesión. La transferencia de acciones de generación en generación, ha logrado su difusión en un número cada vez mayor de accionistas con intereses diversos al control social, teniendo como intención común, la mayor rentabilidad de sus títulos; expansión que el artículo comentado pretende frustrar. En este caso, la sociedad en un periodo determinado quedaría expuesto a causales de disolución por falta de pluralidad o en todo caso la propiedad de la sociedad se quedará con los herederos del último sobreviviente que inicialmente fundó la sociedad, los que serán completamente extraños a los socios que quisieron mantenerla cerrada.

En consecuencia, el elemento natural de la acción es su libre circulación y por lo tanto su función es ser un instrumento para la utilización productiva del ahorro de las clases populares, por dicha razón el derecho de adquisición preferente del accionista de una SAC, en caso que otro accionista pretenda transferir sus acciones, debe originarse en las estipulaciones estatutarias o por convenio entre socios, pero no por ley; asimismo, se debe suprimir la transferencia forzosa de las acciones del accionista fallecido, cautelando el derecho sucesorio de sus descendientes y demás sucesores.

7. El Usufructo y Prenda de acciones

7.1 El Usufructo de Acciones

7.1.1 Definición

Por el usufructo de Acciones, el accionista, unilateralmente o por contrato, cede temporalmente a otro el derecho de percibir los dividendos que correspondan a todas o algunas de sus acciones, conservando la nuda propiedad de tales títulos[897]. En el caso de las acciones, los frutos son los dividendos. La extensión de este derecho comprende las ganancias obtenidas durante todo el periodo del usufructo[898].

---

[894] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley de ... Página 496
[895] MAZEAUD, Henri, León y Jean. Lecciones de Derecho Civil. Parte Tomo 14. Ediciones Jurídicas Europa América. Buenos Aires 1965. Páginas 9 y 10
[896] VERON, Alberto Víctor. Obra citada. Página 245
[897] RICHARD, Efrain Hugo y MUIÑO, Orlando Manuel. Derecho Societario. Editorial Astrea. Buenos Aires. 1997. Página 456
[898] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Ob. cit.. Págs. 211

7.1.2 Características

Las características más conocidas son las siguientes:

a) El nudo propietario conserva todos los derechos de socio, excepto los económicos que se produzcan durante el periodo del usufructo, salvo disposición contraria en el estatuto. La constitución de usufructo sobre la acción no entraña para el titular de ésta la pérdida de la condición de socio. El socio continúa siendo el nudo propietario, titular de la acción, y el usufructuario no tiene, en principio, otro derecho que la percepción de los dividendos acordados por la sociedad durante el usufructo, pero los estatutos pueden alterar este esquema, atribuyendo al usufructuario el ejercicio de todo o alguno de los demás derechos socios[899].

b) El usufructuario tiene derecho a participar en las ganancias sociales que se otorgan durante el periodo del usufructo y que se repartan dentro del mismo; no si se reparten fuera del mismo.

c) Corresponde al nudo propietario los dividendos que se repartan con cargo a reservas constituidas antes del periodo del usufructo y los dividendos correspondientes a ejercicios anteriores, aunque se repartan durante el mismo.

d) Corresponden al nudo propietario los dividendos y beneficios que se repartan fuera del periodo del usufructo, aunque se hayan devengado dentro de ejercicios anteriores.

e) El derecho de voto en las juntas generales y el de suscripción preferente de acciones, si los estatutos no dispone otra cosa, corresponden al nudo propietario. Pero se puede pactar que las acciones le corresponden al usufructuario cuando hay una ampliación del capital con beneficios obtenidos durante el plazo del usufructo[900].

7.2 Prenda de Acciones

7.2.1 Nociones

Los hermanos Mazeaud definen la prenda como el contrato por el cual el deudor o un tercero, para afectar un bien mueble al pago de la deuda, se desposee de él a favor del acreedor o de un tercero que conserva la cosa para el acreedor[901]. En materia de afectación de acciones, cuya naturaleza es de ser bien mueble, se puede decir que el accionista puede entregar en prenda tales acciones para garantizar el cumplimiento de una obligación, en la que él tenga la calidad de deudor o lo tenga un tercero.

7.2.2 Características

a) Por ser las acciones títulos valores nominativos, la legitimación de la prenda resultará de la Matricula de Acciones, en ésta habrá de anotarse la

[899] URÍA, Rodrigo. Ob. Cit. Pág. 302
[900] MARTINEZ VAL, José María. Obra citada. Pág. 456
[901] MAZEAUD, Henri, León y Jean. Obra citada. Parte Tercera, Volumen I Pág. 88

constitución de los derechos reales sobre las acciones[902]. Por lo que debe comunicarse a la sociedad para su respectiva inscripción.

b) En el caso de prenda de acciones, corresponderá al propietario el ejercicio de los derechos de accionista, salvo disposición contraria de los estatutos.

c) El poseedor de las acciones, el acreedor pignoraticio, está obligado a facilitar el ejercicio de los derechos que contienen las acciones presentándolas a la sociedad cuando este requisito sea necesario para aquel ejercicio[903].

d) A las acciones le son aplicables las disposiciones de la prenda común o con desplazamiento, o sea con entrega de los títulos al acreedor prendario, como garantía del crédito del cual es accesorio; pero si las acciones están identificados numéricamente y se encuentra inscrito en la Matricula de Acciones de la Sociedad emisora, bien pudo aplicarse las disposiciones de la prenda sin desplazamiento; Ripert dice, que en los títulos al portador, la prenda se hace por la trasmisión de la posesión; en los títulos a la orden, mediante el endoso en garantía; en los títulos nominativos, la entrega de la posesión se opera mediante transferencia de garantía en los registros de la sociedad[904] ; en tal sentido, no existiría inconveniente material para que la prenda de acciones se realice mediante la entrega jurídica o sin desplazamiento.

8. Derecho de negociar las acciones a través del Mercado Bursátil

8.1 Características y Naturaleza (Derecho individual o colectivo)

Vidal Ramírez considera, que aquel que en su patrimonio tiene valores mobiliarios (el valor mobiliario más importante que es la acción representativa del capital social de una sociedad anónima) detenta un derecho subjetivo que es el derecho a la negociabilidad de tales valores; es por ello, que tiene la facultad de plantear la viabilización de negociarlas por la vía de un mercado organizado como es la Bolsa. La Bolsa le ofrece las tres características fundamentales que son su sustento: liquidez, rentabilidad y seguridad; además, la publicidad en los precios y el justo precio que resulta del libre juego de la oferta y la demanda, asimismo, el derecho a la información respecto a la marcha, posibilidades de la empresa, etc., que se traduce en la transparencia del Mercado de Valores

Respecto a la naturaleza de este derecho, el referido jurista, ha caracterizado como un derecho individual del accionista, pues, es un derecho tanto del accionista minoritario como del mayoritario[905].

El artículo 23 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores prescribe, que los accionistas que representen cuanto menos el 25% del capital social del emisor, pueden solicitar la inscripción de sus acciones en el Registro

[902] URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág. 305
[903] GARRIGUES, Joaquin. Ob. cit.. Pág. 456
[904] RIPERT, Georges. Ob. cit.. T IV. Págs. 76 y 77.
[905] VIDAL RAMIREZ, Fernando. Aspectos jurídicos de la negociabilidad.... Págs 55, 56 y 67

Publico de Valores; la inscripción se limitaría a dichas acciones, y se deberá constituir en una nueva clase, modificando los Estatutos; el artículo 25 de la misma norma legal, establece la obligación de la sociedad de presentar a la CONASEV la información necesaria para la inscripción de tales valores.

De acuerdo al ordenamiento legal del país, el derecho a la negociabilidad de las acciones en el mercado Bursátil, no se presenta como un derecho individual del accionista, que le daría la facultad de exigirlo inclusive como titular de una sola acción, siendo indiferente su participación en el capital, sino, como una norma de protección del accionista minoritario, pues se requiere que se alcance, cuanto menos, el 25% del Capital social para ejercer tal derecho.

8.2 Requisitos para la inscripción de Acciones en el Registro Público de Valores

Para inscribir las acciones de una sociedad anónima se requiere presentar los documentos donde constan las características de las acciones (valor nominal, derechos que contiene, privilegios, etc.), las características del emisor (objeto y capital social, composición del accionariado, régimen del directorio y de la gerencia, nombre de los administradores entre otros); se debe especificar los derechos y obligaciones del accionista (artículo 18 del Decreto Legislativo 861).

Registrada las acciones en el Registro Público de Valores, origina la obligación de la sociedad de proporcionar, a la CONASEV y en su caso a la Bolsa, de la siguiente información:

a) Los hechos de importancia ocurridos dentro de la sociedad o a su actividad económica;
b) El valor y la oferta que respecto a las acciones se hagan;
c) Estados Financieros con una periodicidad no mayor al trimestre;
d) La memoria anual con la información mínima que establezca la CONASEV.

Asimismo; se debe divulgar tal información en forma veraz, suficiente y oportuna.

8.3 Operaciones en el Mercado de Valores

Las operaciones en el mercado de valores constituyen actos de carácter jurídico, cuyo objeto es la traslación de dominio de un título valor, con la finalidad de obtener utilidades en función del incremento de precios de los valores mobiliarios que se espera que ocurra (acciones) o una renta representada por intereses, en el caso de tratarse de Valores de renta Fija (bonos)[906]. Entre las operaciones más importantes tenemos:

8.3.1 Operaciones al Contado

Es aquella que resulta de la aceptación de una propuesta pactada para liquidarse dentro de las 24 o 48 horas siguientes de la sesión de rueda en el que se realizó.

[906] MONTOYA MANFREDI. Ulises. Derecho Comercial Tomo II. Edit Griley. Lima 1998 Pág. 371

La CONASEV fijará plazos especiales a aquellas operaciones suyas órdenes provengan de plazas distintas a Lima.

8.3.2 Operaciones a Plazo Fijo

Son aquellas, cuyo acuerdo respecto a su cumplimiento, se difiere hasta el vencimiento del plazo determinado. La posesión de los títulos durante ese el lapso, desde la aceptación hasta la entrega en fecha futura, lo tendrá el vendedor como propietario; al vencimiento de dicho plazo, el vendedor entregará al comprador los títulos adquiridos.

8.3.3 La Operación de Reporte

Es aquella que involucra dos operaciones simultáneas. La primera resulta de la aceptación de una propuesta de compra o de venta de acciones al contado o a plazo fijo, y la segunda, es una operación inversa, mediante la cual los intervinientes se comprometen a vender y recomprar los mismos valores, a un plazo determinado y a un precio previamente pactado. Ambas operaciones se instrumentan a la vez en un mismo documento.

Dicha modalidad conlleva a que, tanto el reportante (inversionista que posee capitales y que adquiere las acciones) como el reportado (poseedor de acciones, que requiere de recursos económicos), mantengan una "garantía" en la Bolsa de Valores, con la finalidad de garantizar el cumplimiento de dicha operación. En estas operaciones se considera un determinado margen de garantía, que es el valor de la diferencia entre el precio de la operación a plazo y el precio de la operación al contado. El valor de garantía puede ser otorgado por el reportante en dinero o en valores aceptados por la Bolsa de Valores.

8.3.4 La Oferta Pública de Adquisición

Botella Dorpa dice, que el proceso de crecimiento empresarial, mediante la toma de control de otras organizaciones preexistentes, se originó en los Estados Unidos de América hace ya más de un siglo cuando, terminada la Guerra de Secesión. La primera contienda de la que se tiene noticia comenzó en el año 1868 cuando Cornelius Vanderbilt se enfrentó a tres famosos especuladores, tratando de adquirir el control de Erie Railroad. En esta batalla, se empleó todos los medios posibles, incluyendo el soborno y el asesinato, y se utilizó verdaderos ejércitos privados que contaban incluso con cañones. En la actualidad, el soborno, el fraude y el asesinato han sido sustituidos por una serie de técnicas al servicio del proceso de control y en cuyo escenario, juegan un papel destacado los asesores legales y financieros, las autoridades supervisoras y los medios de difusión[907].

Precisamente, esos procesos de control son regulados por el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores y otras normas reglamentarias, cuya finalidad es garantizar, el tratamiento equitativo a todos los accionistas y la existencia una real competencia para la formación del precio de las acciones

[907] BOTELLA DORPA, Antonio: España.Restructuración Empresarial: OPAs y procesos de fusion y escision. valores.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV. Año VII Nº21. Abril-1996.Págs 25 y 26

que se pretenda adquirir. En tal contexto, el artículo 68 de la Ley mencionada prescribe, que la persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones con derecho a voto inscritas en rueda de bolsa, de obligaciones (bonos) convertibles en acciones, de derechos de suscripción preferente u otros valores que puedan otorgar derecho de suscripción de tales acciones, con el objeto de alcanzar una participación significativa o incrementar la ya alcanzada, deben efectuar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) dirigida a los titulares de las acciones de dicha sociedad.

La OPA es obligatoria cuando se trata de una adquisición significativa, entendiéndose como tal, la que permite alcanzar o incrementar la participación significativa en el emisor, en un solo acto o en actos sucesivos.

Se considera participación significativa toda tenencia directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al 25% del capital social de una sociedad cuyas acciones representativas con derecho a voto se encuentren inscritas en una Bolsa de Valores.

Es deber del oferente la difusión pública y general de la oferta, que debe estar contenida en el prospecto informativo. El plazo de vigencia de la oferta es de 25 días, contados a partir de la fecha de publicación del primer aviso en el Boletín Diario de la Bolsa de Valores. Se debe constituir garantías por el 100% de la oferta (ejemplo: carta fianza bancaria). Las ofertas y aceptaciones son irrevocables. Publicada la oferta que sustenta la OPA, existe la posibilidad que otros agentes formulen ofertas competidoras. El oferente inicial y los competidores podrán mejorar sus ofertas dentro del plazo de la oferta competidora. El proceso de subasta, que es cerrada, otorga una posibilidad de contrapropuesta al último oferente competidor, de esta manera pueden competir en igualdad de condiciones[908]. A continuación les mencionamos algunas de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) efectuados en el Perú:

EMBOTELLADORA LATINOAMERICANA S.A.

Inchcape Overseas Limited de Inglaterra, había adquirido al menos el 30 % de las acciones Comunes de Embotelladora Latinoamericana S.A., empresa fabricante de la Coca Cola en el Perú a través de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) que venció el 27/03/96 y que se realizó en la Bolsa de Valores de Lima. En el prospecto de la OPA, Inchcape declaró que pretende adquirir entre el 30% y 60% de las acciones de Embotelladora Latinoamericana, para lo cual presentó como garantía una carta de crédito irrevocable por US $47.04 millones del MIDLAND BANK PCL en favor de FINANCIERA PERUANA (INTERFIP), entidad que actuó como intermediaria en esta operación. La empresa inglesa no sólo habría adquirido ese porcentaje en acciones, sino que también los respectivos Certificados de Suscripción Preferente de los Accionistas que vendieron sus participaciones en la embotelladora de Coca Cola en el país. INCHCAPE y el Grupo MITCHELL forman un holding que controlará por lo menos el 60% (c/u deberá aportar como mínimo el 30%) de las acciones comunes de Embotelladora

[908] MONTOYA MANFREDI. Ulises. Derecho Comercial Tomo II. Edit Griley. Lima 1998 Págs. 292 al 297

Latinoamericana S.A. Además, la empresa inglesa tendrá el derecho de nombrar a la mayoría del directorio (El Comercio del 28/03/96).

AFP NUEVA VIDA

El Grupo Santander lanzó, el 20 de marzo de 1996. una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre acciones de la Administradora Privada de Fondos de Pensiones (AFP) Nueva Vida, a través de la empresa Inversiones y Asesorías Previsionales Santander, domiciliada en Chile. La oferta comprende un mínimo de 66.7%. (17'559,553 acciones) y un máximo de 100% (26'326,166 acciones) de los títulos de AFP Nueva Vida, en la que participará SANTANDER S.A.B. agente de intermediación de esa operación. El precio ofrecido por el Grupo Santander para adquirir las acciones de AFP Nueva Vida es de S/.1.48 (Mínimo 26 millones, máximo 39 millones de soles o US $ 16.5 millones). (El Comercio" del 21/03/96. Pág. E-3).

INDUSTRIAS PACOCHA

Los socios peruanos de Industrias Panocha S.A. aceptaron la oferta presentada por la firma Unilever, la cual compró el 49.9 % del capital social de la citada empresa. Unilever efectuó una oferta económica sobre el valor que pagaría por las acciones de los socios peruanos, quienes mantenían bajo su propiedad un 49.9 % del total de accionariado de la empresa. El mayor lote de las acciones de la parte peruana en Pacocha pertenecía a la familia Montero, seguida de otros empresarios como Pedro Vargas Prada, Félix Navarro Grados, Jorge Licetti, entre otros ("Gestión" del 25/10/96. Pág. 37).

8.3.5 La Subasta

Es aquella operación, que se realiza por mandato judicial o incumplimiento en la liquidación de operaciones realizadas en rueda de bolsa o mesa de negociación, las mismas que se ejecutarán al contado y al mejor postor[909]

9. Inferencias Preliminares

a) Aunque no se haya producido la incorporación del status de socio al Certificado de Acciones, siempre será transmisible, ya que su incorporación al título no es constitutiva de dicha cualidad sino simplemente probatoria y ejerce una función dispositiva, facilitando la transmisión del conjunto de derechos que conforman dicha condición. En tal sentido, mientras no se haya impreso y entregado los Certificados, la transmisión de acciones procederá de acuerdo con las normas sobre cesión de derechos incorporales. Pero si el status de socio se ha incorporado al título: los derechos que de tal status emanan no podrá ejercerlo sin la exhibición del Certificado que contiene las acciones.

b) Las acciones pueden transferirse, en las relaciones internas entre transferente y adquirente, mediante anotación en el título de la cesión materializada con una cláusula similar al endoso, sin embargo, con respecto a la sociedad y con respecto a los terceros en general la transferencia no será perfecta sino cuando se realice la correspondiente inscripción en la Matrícula de Acciones. Pero la inscripción de la transferencia no tiene fuerza constitutiva, solo sirve para

[909] CONASEV. Terminología Bursatil

legitimar como socio al adquirente de las acciones.

c) Si se afirma que el título que incorpora la acción no crea ni constituye el derecho de socio, pues, puede suceder que el derecho exista sin que el título se haya otorgado en forma material, entonces, las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta no altera la tipificación de la sociedad anónima ya que el elemento tipificante es la división del capital social en acciones y no la representación material de las mismas.

d) La trasmisibilidad de valores representado mediante anotaciones en cuenta sólo tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de dicha transmisión a favor del adquirente es constitutiva de la adquisición del status de socio, o sea, con efectos entre las partes y a la vez oponible, frente a la sociedad y terceros, desde ese momento.

e) Las cláusulas estatutarias limitativas de la libre trasmisibilidad de acciones no deben excederse de una mera y justificada limitación de la trasmisibilidad.

f) Respecto a las restricciones a la libre trasmisibilidad de las acciones mediante cláusulas de consentimiento o aprobación, que exigen una consulta previa a la sociedad para la transferencia de acciones o subordinan la validez de las transmisiones a la aprobación de ésta, la ley omite reglar respecto al silencio de la sociedad, por lo que se debiera considerar la autorización como concedida, si transcurre un plazo razonable desde la presentación de la solicitud sin que la sociedad haya contestado.

g) Las cláusulas estatutarias y voluntarias de inalienabilidad de las acciones, requiere la necesidad de un interés serio y legítimo, asimismo, tal inalienabilidad debe ser solamente temporal

h) El elemento natural de la acción es su libre negociabilidad, por lo que el derecho de adquisición preferente del accionista de una S.A.C., en caso que otro accionista pretenda transferir sus acciones, debe originarse en cláusulas estatutarias o por convenio entre socios, pero no por ley.

i) Debe cautelarse el derecho sucesorio de los descendientes y demás sucesores del accionista fallecido de una S.A.C. suprimiendo la posibilidad de establecer en los Estatutos la transferencia forzosa de las acciones del mencionado accionista fallecido.

j) El derecho a la negociabilidad de las acciones en el mercado Bursátil, no se presenta como un derecho individual del accionista, ya que le facultaría exigirlo por ser titular, inclusive de una sola acción, siendo indiferente su participación en el capital, sino, como una norma de protección del accionista minoritario, pues, se requiere que individual o colectivamente tengan una participación no menor al 25% del capital social.

Capitulo XII
DERECHO A FISCALIZAR LA GESTIÓN DE LOS NEGOCIOS SOCIALES

1. Antecedentes

La sociedad anónima se encuentra estructurada de tal forma que la gestión de los negocios sociales recae en un órgano especializado para dicha función, el cual tiene las más amplias facultades con respecto al objeto social. En nuestra legislación societaria, tal órgano de administración es el Directorio.

Este órgano de administración, como contrapartida a sus amplias facultades, está sujeto a diversos controles, entre ellos, al control ejercido por los accionistas. El control de los accionistas se manifiesta de diversas maneras: la facultad de aprobación o desaprobación de la gestión social de los administradores; la posibilidad de remover a los administradores en cualquier momento, aún en el caso que la junta general no tenga como agenda la remoción de los administradores, y la posibilidad de incoar la pretensión social de responsabilidad o pretensión individual de responsabilidad.

El derecho de fiscalización se basa en la realidad, pues existen directorios abusivos, negligentes, incapaces, y los que se empeñan en ocultar la marcha de los negocios con el fin de perjudicar a los accionistas o a una minoría de éstos. Así, por ejemplo, es relativamente frecuente el caso de que, con anuencia de la mayoría, se reparta en sueldos la totalidad o una parte importante de las ganancias, o que se disimule el monto de éstas con el objeto de no repartir o disminuir dividendos, y de ese modo conseguir la depreciación de las acciones, y poder eventualmente, adquirirlas a precios inferiores a su valor real.

Pero el reconocimiento de tal derecho no puede desconocer que existen accionistas que pretenden el acceso a los libros y papeles de la sociedad con el único objeto de molestar o crear dificultades al directorio. La suspicacia, el rencor o un simple espíritu de curiosidad llevan, a veces, a verdaderos excesos. Hay accionistas que se convierten en una verdadera rémora para la marcha de la sociedad, a la que obstaculizan con sus extemporáneas y poco fundadas intromisiones en la administración social.

Es innegable que si se restringe a la mayoría, representada por el directorio, sus facultades de libre administración, y se permite la injerencia indebida de un accionista o de la minoría, se perjudica a la sociedad.

Frente a esta situación algunos juristas niegan este derecho a los accionistas, ya que opinan que no se debe atribuir a uno o varios la función de fiscalización de los actos de mandato y de administración, puesto que los directores no son sus mandatarios ni sus administradores, sino los administradores de la entidad ideal, que es distinta de la persona de los accionistas, o sea, éstos son terceros respecto de la sociedad, que

cambian a cada instante por el solo hecho de la trasmisión de sus acciones. Además, el accionista aislado no es órgano de la sociedad, careciendo de todo derecho a título puramente personal, ya que con dicha condición, no tiene ni siquiera la facultad de exigir explicaciones sobre la marcha de los negocios o de examinar los libros de comercio.

Los planteamientos mencionados, son cuestionables, pues, el accionista puede llevar a cabo el derecho a fiscalizar la gestión social de varias maneras y sin interferir el trabajo del Directorio, tal como antes se ha expresado. Lo irrefutable es que si se priva al accionista o a la minoría de todo el derecho a fiscalizar la gestión de los directores, se corre el peligro de proteger abusos, que desgraciadamente no son poco frecuentes y que el legislador no puede pasarlos inadvertidos[910].

2. Definición

El derecho de fiscalización es aquella facultad que tiene el accionista consistente en la toma de conocimiento y pronunciamiento respecto de la gestión de los negocios sociales; asimismo, sirve de instrumento preparatorio para el uso de diversos mecanismos que brinda la ley con la finalidad de evitar, disminuir o reparar los daños efectuados al patrimonio social o al individual del accionista.

Talledo Mazú expresa que este derecho es complemento del derecho de información que goza todo accionista y puede actuar como antesala de la acción de impugnación de los acuerdos de la junta general, así como de la solicitud de remoción del directorio o del gerente y del inicio de la pretensión social o individual de responsabilidad contra ellos[911].

3. Sistemas de Fiscalización de la Gestión de los negocios sociales de la Sociedad Anónima

3.1 Fiscalización Individual por el Accionista

Este sistema permite el libre acceso a los libros por cualquier accionista de las sociedades anónima, sin que pueda limitarse a una época especial el ejercicio de este derecho y que no hay ninguna razón para negar a los accionistas un derecho indiscutible que les acuerda la ley, aunque esa disposición legal traiga inconvenientes a la sociedad.

Se considera que la palabra del directorio no es otra cosa que medio de ilustración que aceptarán o no los accionistas al formar su juicio y que negarles la facultad de examinar los libros, papeles, etc., sería colocarlos en la situación de tener que pensar y resolver con el criterio y modo de ver del órgano administrador, lo que no concuerda con la facultad de juzgar el balance y las demás cuentas de los estados financieros, que la ley consagra a su favor[912]

---

[910] MALAMUD, Jaime. El derecho de los accionistas para revisar y fiscalizar los libros y papeles de una sociedad anónima. Revista de Jurisprudencia Argentina. Talcahuano 640. Buenos Aires. 1950 - I. Págs. 39, 40, 42 y 45

[911] TALLEDO MAZU, César. Manual Societario. Editorial Economía y Finanzas. Agosto 1998. Lima Perú. Pág. 331.

[912] MALAMUD, Jaime. Obra citada. Págs.41, 42 y 43

Pero la fiscalización individual presenta la dificultad de que tratándose de sociedades con muchos accionistas, el examen de los documentos contables y de los detalles de las operaciones sociales pueden perturbar la marcha de la sociedad. Es por ello que se acude a esta dase de fiscalización en contadas oportunidades y para proteger realmente el interés del accionista[913].

3.2 Fiscalización Administrativa por Funcionarios Públicos

Este modo de fiscalización se manifiesta en los países cuyas legislaciones establecen como requisito para la constitución de la sociedad, modificación de estatutos, aportaciones no dinerarias, disolución de la sociedad la autorización previa del Poder Ejecutivo, asimismo puede ordenar, a petición de una minoría de accionistas, la continuación de la sociedad disuelta (ejemplos: Argentina, Chile, Colombia, Bolivia, Paraguay). Este tipo de fiscalización es criticado por que ella significaría una intromisión indebida del Estado en las actividades Privadas[914].

3.3 Fiscalización Judicial

Este modelo de fiscalización se caracteriza por la fiscalización encargada a los Tribunales de Justicia pero en determinados casos. En algunos países, esta fiscalización se manifiesta desde la constitución de la sociedad y durante su funcionamiento; en otros, en determinados momentos decisivos de su existencia, a través de los derechos concedidos a las minorías para impugnar acuerdos, para convocar a la junta general (obligatoria) cuando no se cumple con hacerlo por quien corresponde, etc. No consiste en una fiscalización constante y permanente[915].

3.4 Fiscalización Privada por Comisarios, Síndicos o revisores, designados por la Junta General o por los Tribunales

Este sistema parte del supuesto que la dirección debe rendir a la sociedad cuentas acerca de los asuntos ejecutados y guardarle obediencia respecto a los que en lo sucesivo haya de ejecutar. El órgano competente para pedir cuentas a la dirección, así como para darle instrucciones respecto a su gestión administrativa, es en primer término el órgano supremo de la sociedad: la junta general. Pero este organismo, integrado por un gran número de persona y que en la práctica sólo se reúne una vez al año, cuyos miembros cambian además constantemente, no es el más indicado para desempeñar este cometido. Su capacidad falla en lo que se refiere a las instrucciones que han de darse a los miembros directivos y a la fiscalización de sus actos. Estas funciones responden a una evidente necesidad que la práctica a establecido, que puede confiarlas a otro órgano social, que ocupa un lugar intermedio entre la junta general y la dirección (Consejo de Inspección, Alemania)[916].

---

[913] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley .... Pág. 331
[914] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley .... Pág. 331 y 332
[915] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley .... Pág. 332
[916] FISCHER, Rodolfo. Las Sociedades Anónimas. Editorial Reus. Madrid 1934. Páginas 310 Y 311

En este sistema, la fiscalización corre a cargo de personas encargadas especialmente para ello que actúan en forma colegiada como órgano de acción permanente; en algunos países de denomina Consejo Fiscal (Alemania), Colegio Sindical (Italia), Consejo de Vigilancia (legislación peruana derogada). En otros ordenamientos legales, actúan solo en ciertas actividades de la vida social, como los Comisarios de Cuentas o de Vigilancia del Derecho Francés y Español.

La función de los órganos de fiscalización, consiste en examinar los libros y la correspondencia comercial, asimismo, asegurarse de que los datos consignados en los libros y en los balances responden a la verdad[917]. El síndico es el único autorizado para revisar la contabilidad y papeles de la sociedad, no siéndole permitido hacerlo a los accionistas[918].

La función más importante del Consejo de Inspección es la de fiscalizar, en todas sus partes, la administración de la sociedad, velando por que ésta se ajuste, no solo a los requisitos de la ley y de los estatutos, sino también a las normas de buena administración[919].

Los integrantes del Consejo de Inspección o Vigilancia, son inspectores permanentes de la administración y delegados por los accionistas que no pueden ejercer dicho cargo personalmente, debiendo rendir cuenta de los resultados de su vigilancia, a los accionistas en las reuniones periódicas de la asamblea. Su inspección debe seguir paso a paso el desenvolvimiento de la hacienda social, de forma, que sabiendo los administradores que están vigilados por una autoridad atenta e independiente sean constreñidos, aun sin quererlo, a conducirse con honrada diligencia[920]. Es por ello que Sánchez Calero dice, que los censores de cuentas constituyen un órgano de fiscalización de la gestión de los administradores, con la finalidad de informar a la Junta General de Accionistas[921].

Ordinariamente la actuación de este órgano de fiscalización consiste en el examen e informe del balance y los documentos complementarios que han de ser presentados a la aprobación de la Junta General Ordinaria. Podrán examinar, por sí o en reunión de personas técnicas, la contabilidad y todos los antecedentes con la mayor amplitud[922].

En este sistema, cualquier accionista, con prescindencia del porcentaje accionario que posea, tiene derecho a denunciar ante el Consejo de Vigilancia los hechos que considere irregulares en la administración y funcionamiento de la sociedad, conforme lo establecía el artículo 205 de la ley de sociedades derogada[923].

---

[917] FISCHER, Rodolfo. Las Sociedades..... Página 311
[918] MALAMUD, Jaime. Obra citada. Pág. 45
[919] FISCHER, Rodolfo. Las Sociedades..... Página 319
[920] VIVANTE, César. Tratado de Derecho Mercantil. Volumen II Pág. 298
[921] SANCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho Mercantil. Edit. Revista de Derecho Privado. Madrid, 1986. Página 227
[922] SANCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho .... Página 227
[923] HUNDSKOPF E., Oswaldo. Derecho Comercial". Tomo II... Pág. 93

La crítica se fundamenta en que la actuación de los censores no es constante, sino esporádica[924] y que en la práctica su función queda muy lejos del ideal legislativo[925], pues el síndico, muchas veces, no viene a ser sino un agregado del directorio del cual depende[926].

En Gran Bretaña, la fiscalización privada se efectúa mediante auditorias externas designadas por la propia sociedad, y si ésta no lo hiciera, los designa el organismo oficial competente. Los auditores deben pertenecer a una Asociación reconocidas por el "Board of Trade"[927]. Algunos consideran que en esta categoría (Consejo de Inspección, Alemania, Comisarios de cuentas o de vigilancia del derecho francés y español) comprende al auditor de la legislación inglesa[928]; pero se debe aclarar que estos no constituyen órganos de la sociedad sino profesionales expertos en el análisis de la gestión social de la empresa.

3.5 El Sistema de Fiscalización en el Perú

La Ley derogada, en su artículo 188, establecía un sistema mixto de la fiscalización de las Sociedades anónimas; en unos casos, se hacia obligatoria la existencia de un órgano colegiado de fiscalización (Consejo de Vigilancia) o la fiscalización correspondía a los directores elegidos por la minoría; y en otros casos la fiscalización quedaría a cargo de auditores colegiados, que no estuvieran al servicio de la Sociedad. Si sus estados financieros se encontraba sometido a verificación mediante Auditoria externa permanente o el directorio ha sido elegido por unanimidad o mediante voto acumulativo, no requería de Consejo de Vigilancia[929]. La Ley vigente ha eliminado la regulación respecto al Consejo de Vigilancia, mantiene vigente la fiscalización mediante los directores elegidos por la minoría y Auditoria Externa Anual Obligatoria estableciendo los requisitos para exigirlo cuando es facultativa, asimismo, se ha regulado respecto a las Auditorias especiales[930]

4. Auditoria Externa

La auditoria externa consiste en el control de las cuentas societarias, verificando que se expongan la situación económica real del negocio, debiendo ser un reflejo veraz de los documentos y asientos contables que les dan sustento, según los principios de contabilidad[931]. Es por eso que se dice que las normas en las que debe sustentarse el dictamen de la auditoria, es aquella consistente en que los estados financieros sean preparados de acuerdo a reglas uniformes de contabilidad establecidas homogéneamente en las prácticas contables[932]

---

[924] SANCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho Mercantil. Edit. Revista de Derecho Privado. Madrid, 1986. Página 227
[925] VIVANTE, César. Tratado de Derecho Mercantil. Volumen II Pág. 298
[926] MALAMUD, Jaime. Obra citada. Pág. 41
[927] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley .... Pág. 332
[928] FISCHER, Rodolfo. Las Sociedades..... Página 311
[929] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley .... Pág. 333
[930] Artículos 164, 226 y 227 de la Ley General de Sociedades.
[931] ELIAS LAROSA, Enrique. Ley General.... Págs. 462 y 263
[932] CASASSA MIGLIANO, Antonio. "LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA". Bolsa de Valores de Lima. Diciembre de 1982. Pág. 63

Ello significa, que el sometimiento de los estados financieros a una verificación bajo la responsabilidad profesional del auditor, debe ser proporcionada a quien tiene derecho a consultarla (los accionistas), mediante una opinión limpia, o en caso contrario declarar las limitaciones, salvedades, contingencias o incertidumbres que presentan las cuentas verificadas; lo que también implica, la obligación de hacer observaciones de legalidad allí donde la verificación que los auditores tienen encomendada ponga de manifiesto desviaciones no permitidas por el ordenamiento. Finalmente, se puede decir que es una intervención técnica de carácter independiente, susceptible de ser impuesta por los propios accionistas aun en el caso de que la sociedad no venga obligada a verificación contable [933]

5. Auditorias Especiales

Las Auditorias especiales son las revisiones e investigaciones especiales sobre aspectos concretos de la gestión o de las cuentas que señalen los solicitantes y con relación a materias relativas al balance y la cuenta de ganancias y pérdidas[934]

6. El Ejercicio del Derecho de Fiscalización mediante el uso de otros derechos

6.1 La Información, como requisito del Ejercicio del Derecho de Fiscalización

Para que un accionista pueda aprobar o desaprobar la gestión social o iniciar una acción contra los directores, debe estar debidamente informado, es por eso que la ley debe brindarle las adecuadas facilidades para que los accionistas tengan acceso a la información, pues sería un abuso intolerable exigir a los accionistas que recurran a los órganos jurisdiccionales a fin de obtener informes por intermedio del juez y enterarse de esta manera si la sociedad está bien o mal administrada; si se le priva de ese derecho al accionista, éste quedará prácticamente indefenso[935].

Los socios de una sociedad anónima deben tener a su disposición el balance y las demás cuentas de los Estados Financieros[936] de la sociedad, con el informe del síndico, consejero o auditor, de ser el caso y una memoria de la marcha de la sociedad, con indicación de las operaciones realizadas o en vías de realizarse, que los directores deben presentar[937], diez días antes de la reunión de la junta general obligatoria, el que debe ser examinado en las oficinas de la sociedad. Si el auditor, de estar obligada la sociedad a tenerlo, no hubiese evacuado su informe y los accionistas aprueban los estados financieros, sin dicho informe, la aprobación del balance y los estados financieros, sería anulable mediante impugnación de cualquier accionista que no haya dado su voto favorable[938]. Igualmente, la memoria del directorio es un instrumento esencial en la vida social, por ser aquel en que "los administradores rinden cuenta de la ejecución de su mandato" o para que los accionistas se pronuncien sobre la gestión social, con conocimiento de causa; siendo indispensable que se

[933] SANCHEZ ANDRES, Aníbal. La acción .... Pág. 176
[934] Art. 227 de la Ley General de Sociedades
[935] MALAMUD, Jaime. Obra citada. Pág. 41
[936] Balance detallado del activo y pasivo de la sociedad, la cuenta de ganancias y pérdidas y otros
[937] MALAMUD, Jaime. Obra citada. Pág. 44
[938] MALAMUD, Jaime. Obra citada. Pág. 45

proporcione, no sólo cuenta de los actos efectuados, sino también que se den explicaciones suficientemente detalladas sobre los mismos y sobre las principales operaciones realizadas o en vía de realización[939].

Una vez publicada la convocatoria, los documentos, nociones y proyectos relacionados con el objeto de la junta estarán a disposición de los accionistas en las oficinas de la sociedad conforme lo establece el artículo 132 de la ley. Como se observa al respecto, que tales documentos no pueden solicitarse en cualquier momento y no existe obligación por parte de la sociedad de entregarlos físicamente al accionista, sino tan solo de ponerlos a su disposición y formular las explicaciones o informes necesarios[940].

El artículo 261 de la Ley General de Sociedades establece para la Sociedad Anónima Abierta la posibilidad de que accionistas que representen el 5% del capital pagado, puedan obtener informaciones sobre la marcha de los negocios sociales, fuera de Junta de Accionistas, mientras en la Sociedad Anónima Ordinaria los accionistas sólo pueden obtener informaciones con ocasión de la convocatoria de cada Junta, y únicamente sobre materias que conformaban su agenda.

En síntesis, los accionistas deben juzgar el balance de acuerdo al juicio formado por los informes que sus representantes les hagan conocer[941].

6.2 El Ejercicio del Derecho de Fiscalización mediante el uso del derecho de asistencia y voto.

El derecho que tiene todo accionista de concurrir a las juntas generales y participar con su voto en la formación de la voluntad social permite a cualquier accionista una mínima oportunidad de participar en la gestión de la sociedad y de fiscalizar la actuación de los administradores[942], en la forma establecida en la ley y en el estatuto la gestión de los negocios sociales.

Para ejercitar el Derecho de fiscalizar, el accionista cuenta los mecanismos para convocar a la Junta General, pudiendo recurrir a la convocatoria judicial conforme al trámite previsto en la ley[943], inclusive, siendo titular de tan solo una acción con derecho a voto (Art. 119), cuando no se ha convocado la junta general obligatoria anual dentro de los tres meses posteriores al término del ejercicio económico. La Junta Obligatoria anual tiene por objeto pronunciarse sobre la gestión social y los resultados económicos del ejercicio anterior expresados en los estados financieros[944].

En el ámbito internacional existen muchos ejemplos de ejercicio de fiscalización mediante el uso del derecho de asistencia y voto, a continuación se presenta algunos ejemplos:

---

[939] FARGOSI, HORACIO P. Estudios de Derecho Societario. Editorial Ábaco. Buenos Aires 1978. Pág. 139
[940] HUNDSKOPF E., Oswaldo. Derecho Comercial". Tomo II... Págs.. 91
[941] MALAMUD, Jaime. Obra citada. Pág. 48
[942] Ver: URÍA, Rodrigo. Ob. cit. Pág.. 276 y GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. Comentarios,,, Pág. 417
[943] HUNDSKOPF E., Oswaldo. Derecho Comercial". Tomo II... Págs.. 91
[944] MONTOYA ALBERTI, Hernando. Derecho del socio a pedir auditoria. Gestión del 05.03.98. Pág. 12

PEARSON PLC

En Mayo de 1996, algunos de los principales accionistas de la empresa PEARSON PLC presionaron por un cambio radical que incluyó la jubilación anticipada de Frank Barlow presidente de PEARSON PLC y hasta intentaron la disolución de la Compañía, pues los accionistas habían perdido la fe y la confianza[945].

MONTEDISON SPA

También en Mayo de 1996, un grupo de insatisfechos accionistas (Fondos de Pensiones de Estados Unidos y Europa, Fondos de Inversión y Aseguradoras) presionaron al Consejo de Administración de Montedison SpA para que se escinda dicha empresa en cuatro compañías independientes. Molestos por el mal rendimiento de las acciones de Montedison SpA, los accionistas disidentes acusaron a la junta directiva y la gerencia de la empresa de administrar mal la sociedad, de no proteger adecuadamente los intereses de los accionistas y de no mejorar el valor de los títulos. El representante de CODELOUF & Co. (Fondo de Pensiones) se quejó por el valor de los títulos, los que sufrieron una merma debido a la estrecha relación de MONTEDISON con FERFIN, una compañía con "mala reputación y un mal Historial[946].

AT & T Corp.

La asamblea anual de accionistas de AT & T Corp. de Abril de 1996 fue escenario de fuertes protestas por el abultado paquete salarial del presidente de su Directorio, Robert E. Allen, de US $ 5.2 millones. El voto de protesta reflejó una clara tendencia: los accionistas activistas (una docena de sindicatos y fondos públicos de pensiones) unieron fuerzas para eliminar a miembros de la Junta Directiva que consideraron ineficientes. Los ejecutivos de peor desempeño fueron el principal objeto de la ira de los activistas. Anne Hansen, ejecutiva de COUNCIL (cuyos fondos de pensiones tienen activos superiores a US $ 900,000`000,000), señaló que son apenas un gramo de arena, pero el mensaje más fuerte que pueden enviar estos fondos es que votaron contra la junta directiva[947].

PEPSI Co. Inc.

En setiembre de 1996, muchos inversionistas presionaron y lograron que Pepsi Co. Inc. escinda su división de restaurantes. El administrador de un Fondo que tiene más de tres millones de acciones dijo que nadie logró entender porqué no escindieron esa división, ya que distrajo a los gerentes y que no fue compatible con los demás negocios, por lo que no la manejaron bien[948].

7. Facultad de exigir Auditoria Externa Permanente y Auditorias especiales.

[945] KYLF POPE. "Los accionistas desconfían del liderazgo de Pearson". "El Comercio" del 22.05.96. Pág. E5
[946] MICHAEL R. JESIT. Los accionistas de Montedison tratan de escindir el Consorcio. THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. "El Comercio" del 14/05/96. Pág. E-6
[947] Joan S. Lublin.- AT & T : ¿Se vengarán los accionistas? THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. EL COMERCIO. 16/04/96. Pág. E-5
[948] Robert, Frank: "Pepsi Recurre a un tratamiento de choque para afrontar sus problemas Internacionales". THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS. "El Comercio". 30/09/96. Pág. E-5

De no establecer la ley, el pacto social o el Estatuto, la obligación de contar la auditoria externa anual, los accionistas podrán adoptar el acuerdo para que se cumpla con presentar el informe de auditoria; para tal caso. El acuerdo que se adopte en sentido favorable de contar con Auditoria Externa Permanente debe ser aprobado por no menos del diez por ciento (10%) de las acciones suscritas con derecho a voto (Artículo 226). Si es una sociedad anónima cerrada, dicho porcentaje se eleva al 50% (Art. 242 de la LGS). La sociedad anónima abierta, tiene la obligación de tener auditoria anual a cargo de auditores externos que se encuentren hábiles e inscritos en el Registro Único de Sociedades de Auditoria (Artículo 260).

El derecho a plantear revisiones e investigaciones especiales sobre aspectos concretos de la gestión o de las cuentas de la sociedad que señalen los solicitantes, y con relación a materias relativas a los últimos estados financieros, puede ser ejercido, inclusive, en aquellas sociedades que cuenten con auditoria externa permanente y también por los titulares de las acciones sin derecho a voto. Los gastos que originen estas revisiones son de cargo de los solicitantes, salvo que estos representen más de un tercio del capital pagado de la sociedad, ya que los gastos serán a cargo de esta última[949].

8. Conclusiones Preliminares

a) El órgano de administración de la Sociedad Anónima tiene las más amplias facultades para la gestión social de los negocios de la sociedad, es por ello que como contrapartida a la misma, los accionistas pueden efectuar su derecho de fiscalización del modo más eficiente, que podría desencadenar en la desaprobación de la gestión social, remoción de los administradores o el inicio de las acciones judiciales ejercitando la pretensión social de responsabilidad o pretensión individual de responsabilidad.

b) El ejercicio del derecho de fiscalización debe partir de dos situaciones relevantes: La primera es la existencia de accionistas que pretenden el acceso a los libros y papeles de la sociedad con el único objeto de molestar o crear dificultades al directorio, por lo que sí se restringe a la mayoría, representada por el directorio, sus facultades de libre administración, finalmente se perjudica a la sociedad; la segunda, es la existencia de directorios abusivos, negligentes, incapaces, que se empeñan en ocultar la marcha de los negocios con el fin de perjudicar a los accionistas o a una minoría de éstos.

c) Lo indiscutible es que si se priva al accionista de todo el derecho a fiscalizar la gestión de los directores, es latente el peligro de proteger abusos, que infortunadamente se presenta frecuentemente y que el legislador no puede ignorar

d) Pero los distintos sistemas de fiscalización son insuficientes o en algunos casos presentan dificultades. La fiscalización individual es inadecuada tratándose de sociedades con muchos accionistas que pueden perturbar la marcha de la

[949] MONTOYA ALBERTI, Hernando. Derecho del socio a pedir auditoria. Gestión del 05.03.98. Pág. 12

sociedad. La fiscalización administrativa significaría una intromisión indebida del Estado en las actividades Privadas. La fiscalización judicial, debe seguir interviniendo en determinados momentos decisivos de su existencia. Finalmente la fiscalización ejercitada por un órgano de fiscalización es criticada por su actuación esporádica y que en la práctica, no viene a ser sino un agregado del directorio del cual depende.

e) La fiscalización privada efectuada mediante auditorias externas designadas por la propia sociedad (en algunos países, en defecto de la sociedad por la Administración Pública), han tenido éxito en los países anglosajones, pues la fiscalización es realizada por profesionales expertos en el análisis de la gestión social de las empresas, y supervisados por el Estado. Los accionistas deben juzgar el balance y otras cuentas de los Estados Financieros, así como de la gestión social, de acuerdo al juicio formado por los informes que profesionales les hagan conocer.

f) En el Perú, si bien es acertado consagrar el derecho de los accionistas a exigir que los Estados Financieros y la Memoria anual del Directorio sean sometidos a examen de auditoria; nos parece muy elevado el porcentaje de participación para que los accionistas estén legitimados a exigirlo, asimismo, es imprecisa la ley cuando prescribe que debe existir el acuerdo aprobado por un determinado porcentaje de acciones (Artículo 226), debiendo establecer como causal de nulidad de los acuerdos sociales la aprobación de los Estados Financieros no sometidos a examen de auditoria cuando así lo soliciten accionistas titulares de un determinado porcentaje de acciones. El mismo porcentaje debe establecerse para que la sociedad asuma los gastos de las Auditorias Especiales.

Capitulo XIII
DERECHO DE SEPARACIÓN

1. Antecedentes

En la institución italiana del *"diritto di recesso"* el derecho de separación se concede a los accionistas disconformes del acuerdo societario en los siguientes tres supuestos: cambio del objeto social, mutación del tipo societario y, finalmente, traslado de la sede social al extranjero (artículo 2437 del Código Civil y Comercial).

El *"Código das Sociedades Comerciais"* portugués (CSC) también reconoce el derecho de separación ante ciertas modificaciones sociales, el *"direito de exoneracao"* concede al socio que haya votado en contra del acuerdo de fusión (artículo 105 CSC), escisión (artículo 120 CSC), transformación (artículo 173 CSC) y en ciertos supuestos de reactivación de la sociedad (artículo 161.5 CSC).

En Canadá la *"Canada Business Corporations Act"* (CBCA) reguló el *"right of dissent"* del socio ante ciertas modificaciones societarias que en el sentir general, comportaban una alteración sustancial del pacto originario, entre las cuales tenemos: cambio de actividad, venta de los principales activos de la sociedad, *"amalgamations"* con otras sociedades, cambios de sede a otro estado, cambios en la restricción a la libre circulación de las acciones, etc. Los mencionados "supuestos de hecho" son causales que conceden al socio disidente el derecho de separarse de la sociedad exigiendo que ésta adquiera sus acciones.

El ordenamiento alemán (artículos 29, 30, 176, 207-212, 225, 231, 270 y 282 de la Unwandlunggesetz del 28.10.1994) reconoce frente a determinadas modificaciones estructurales, como son la fusión, transformación y cesión del patrimonio social, el derecho de los socios a separarse de la sociedad y obtener de ésta el valor de su cuota social ("Barabfindung").

Diversas leyes estatales de los EE.UU. reconocen, bajo la denominación de *"appraisal right"* o *"appraisal remedy"*, un conjunto de supuestos en los que el socio puede abandonar la sociedad exigiéndole que adquiera su cuota social. Cada Estado establece el catálogo de causas de separación que considera más oportuno sin limitarse a las modificaciones estatutarias más significativas. Algunos Estados niegan su ejercicio cuando las acciones se negocian en una Bolsa de Valores o existe suficiente mercado para facilitar la desinversión[950].

El ordenamiento inglés lo eliminó por incompatible con la estabilidad social a medida que tales entidades dejaron de ser "carcelarias" y fueron cancelando prohibiciones o limitaciones dispositivas de acciones, de las que era sucedáneo el derecho de separación[951].

---

[950] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación del Socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Editorial Civitas. Madrid 1998. Páginas 38 al 41

[951] PIÑOL AGUADE, José M.. La separacion del accionista. Revista Jurídica de Cataluña. Ilustre Colegio de Abogados Academia de Jurisprudencia y Legislación. Año LXXVI - Núm.1 Enero-Marzo. Barcelona 1977. Pág 257.

En el Perú, el Código de Comercio de 1902 no reconocía la existencia del derecho de separación del accionista, reconociendo por primera vez la Ley 16123 o Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 en su artículo 210, y actualmente la Ley 26887 o Ley General de Sociedades en su artículo 200, estableciendo como causales legales de separación al cambio del objeto social, al traslado del domicilio al extranjero y a la creación de limitaciones a la trasmisibilidad de las acciones o la modificaciones de las existentes; la ley vigente agrega que el estatuto social puede establecer nuevas causales.

2. Fundamentos

Los inversionistas que ostentan el poder de decisión sobre los recursos comunes (accionistas) deben estar incentivados para obtener el máximo rendimiento económico [tesis de la maximización de la riqueza], y por ello, deberán soportar, en primer lugar, las consecuencias adversas del mismo [tesis de la minimización del riesgo]. Los accionistas se califican como inversionistas que acceden en último lugar a los beneficios generados una vez satisfechas las restantes categorías (proveedores, trabajadores, obligacionistas, el fisco, etcétera), o sea, como acreedores marginales de los beneficios societarios. Al relegar en los resultados de la inversión colectiva a aquella categoría que tiene capacidad para dirigirla (accionistas) y cuyas decisiones afectan a los restantes interesados en la marcha social, se persigue que los accionistas se encuentren incentivados para obtener el máximo rendimiento de los recursos ya que, en definitiva, de sus decisiones dependerá el resultado de su inversión.

El diseño normativo societario se fundamenta en la existencia de varios sujetos que deberán invertir en acciones (categoría "accionistas"), es por ello, que la Ley dedica un abundante número de preceptos a establecer las reglas que deben gobernar las relaciones entre los miembros de esta categoría (normas intragrupo); esto es, entre los diversos inversionistas en acciones. Tales relaciones se materializan en la necesidad de existencia de órganos societarios y, en lo que aquí importa, en el establecimiento de la junta de accionistas como la encargada de adoptar acuerdos con una especial trascendencia para la marcha social.

Entre los múltiples aspectos de interés que plantea el funcionamiento de la junta de accionistas (ejemplo: legitimación, quórum, desarrollo de la sesión, constancia de acuerdos adoptados, impugnación, etc.), uno de los mas destacados consiste en la elección de la regla organizativa que debe emplearse a la hora de adoptar los acuerdos sociales, materializado en el principio de que la adopción de acuerdos societarios se realiza por mayoría de los accionistas, dejando a la unanimidad como un recurso residual, complementándose con otro principio: “que todos los socios quedan sometidos obligatoriamente a los acuerdos mayoritariamente adoptados”. Este último principio no puede, ni debe, tener carácter absoluto o incondicional. La mayoría no podrá desfigurar, mediante acuerdo adoptado en la junta, ninguno de los elementos básicos del patrón de la sociedad mercantil capitalista ni sus denominados principios configuradores.

El principio de subordinación a la mayoría es atenuado por el denominado derecho de separación del socio. El Derecho de Separación se configura como un instrumento que sirve para procurar la conciliación del interés de la mayoría en

adoptar ciertos acuerdos societarios con el derecho de los socios que no los aprueben, de abandonar la sociedad.

La regla de mayoría como mecánica decisional no solo permite a la junta general "completar" el contrato de sociedad, o mejor dicho adaptarlo ante las nuevas necesidades, sino, admite que la modificación de la estructura societaria básica pueda efectuarse sin contar con la voluntad de todos los socios (cambiar los pactos estatutarios) y, en aplicación de la regla de sumisión obligar a los restantes socios a pasar por la nueva configuración.

La Ley autoriza que la mayoría pueda adoptar acuerdos vinculantes para todos los socios a pesar de la oposición u objeciones de la minoría; esta facultad es el fundamento originario de la existencia del derecho de separación. El paso de la regla de la unanimidad a la mayoría (pérdida del derecho de veto ante la adopción de acuerdos modificatorios de la estructura societaria) es el factor que fundamenta el derecho del socio, que no sostuvo el acuerdo, a separarse de la sociedad.

La concesión del derecho de separación a los socios disidentes (frente a acuerdos o decisiones) se encuentra estrechamente ligada a la prevención de que determinadas decisiones realizadas *manu militari* por la mayoría puedan llegar a retraer la inversión en sociedades de capital o, como mínimo, incrementar los costos de negociación para vender las acciones y a la necesidad de evitar que, en caso de "mercados restringidos", la confrontación entre intereses o las diversas opiniones de los accionistas sólo pueda canalizarse a través de remedios judiciales[952].

Calle Fiocco expresa que el respeto absoluto a los derechos patrimoniales del accionista individual, es un rasgo que debe estar presente en toda extensión de una nueva regulación societaria, considerándose un amplio derecho de separación, ya que sólo de esa manera, las personas tendrán confianza de invertir en sociedades abiertas o de intervenir como accionistas minoritarios en sociedades cerradas, sin el temor de que sus expectativas sean mediatizadas o anuladas por la mayoría que controle la gestión[953].

Se dice que con el ejercicio del derecho de separación existe el peligro de descapitalización de las arcas societarias, pero dicho peligro puede ser contrarrestado recurriendo a estrategias que eviten la reducción del capital sin lesionar el derecho de los socios (ejemplo: adquisición de sus propias acciones, revocación del acuerdo, aumento simultáneo del capital, compra de las acciones o participaciones por otro socio o un tercero, etcétera); además, tiene función disuasoria, pues, constituye el "precio" que debe satisfacer la mayoría por imponer ciertos cambios (estatutarios o no) a los restantes socios, logrando de esta forma, que la mayoría deba presentar propuestas cuyo acuerdo o decisiones aglutinen a la mayor parte posible del capital social[954].

[952] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 46, 47, 49, 50, 51,52, 55, 56 y 57
[953] CALLE FIOCCO, José Manuel**.** Sociedad Anónima Abierta .... Página 84.
[954] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 73 y 74

3. Definición

Arecha y García Cuerva definen al derecho de separarse de la sociedad como un derecho consistente en el abandono de la sociedad con el reembolso del valor de sus acciones que se otorga al accionista minoritario, que votó en contra, estuvo ausente o que se abstuvo, contra las decisiones de la mayoría, cuando el acuerdo altere las condiciones esenciales de la idea central que llevara a la constitución del sujeto colectivo o las pautas organizativas desplegadas para lograr la consecuencia del objeto[955].

Para Farrando Miguel el derecho de separación debe entenderse como aquel derecho del socio que, ante las causas indicadas en la ley o en su caso expresadas en los estatutos, les permite separarse de la sociedad y simultáneamente exigir de la sociedad la amortización de su participación social y la entrega del valor de su cuota patrimonial, caso de que ésta exista (valor actual de su cuota en el patrimonio social)[956].

Se puede definir al derecho de separación como aquel derecho individual del accionista que puede ejercerlo contra los acuerdos de la sociedad que altere las condiciones esenciales que llevó a constituirla o las pautas organizativas desplegadas para lograr la consecuencia del objeto (elementos configuradores), siempre que se encuentre tipificado en la ley o en el estatuto, y que le permite apartarse de la sociedad exigiendo la satisfacción del valor de su cuota en el patrimonio social.

4. Naturaleza

Ascarelli considera, que el derecho de separación constituye un derecho establecido para tutela del socio frente a la mayoría[957]. De Gregorio expresa, que se trata de un derecho individual, que persigue la no aplicación del principio fundamental que "la voluntad legítimamente formada del órgano social (asamblea) se impone a todos los accionistas", o sea que, la separación tiene este contenido respecto a algunas celebraciones, que aun siendo la voluntad del ente expresarla por un cierta mayoría que han intervenido en la asamblea, los accionistas que no estén conformes, pueden substraerse, mediante la disolución de su particular vínculo social[958].

De Gregorio dice, que la jurisprudencia italiana predominante y una autorizada parte de la doctrina consideran que la separación es un instituto de orden público concedido como correlativo de la misma amplitud de poderes reconocidos a la mayoría[959]. En efecto, Vivante estima, que el derecho de retirada actúa como un freno y es un remedio contra el poder ilimitado de las asambleas o a la mayoría, de modificar los propios Estatutos; siendo una institución de orden público que no se puede privar a los accionistas ni por los Estatutos ni por la asamblea[960].

---

[955] ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor. Obra citada. Páginas 363 y 364.
[956] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Págs. 66, 71,72
[957] ASCARELLI, Tullio. Ob. cit.. Págs. 149
[958] DE GREGORIO, Alfredo. Obra citada. Páginas 573 y 676
[959] DE GREGORIO, Alfredo. De las sociedades ... . Página 694.
[960] VIVANTE, César. Tratado de Derecho Mercantil. Volumen II. Editorial Reus. Madrid, España 1932. Página 268.

El derecho objeto de estudio del presente capítulo, se presenta como un instrumento de conciliación ante los casos de divergencia de intereses entre el socio, aisladamente considerado y la colectividad, que permite al socio abandonar la sociedad exigiendo que sea ésta quien adquiera sus acciones; es necesario indicar que su ejercicio está expresamente vinculado a la adopción de ciertos acuerdos sociales o, en su caso, a la producción de ciertos eventos previstos estatutariamente.

El derecho de separación es un remedio concedido por el legislador o los estatutos al accionista, para que éste, cumplidos los oportunos requisitos legitimatorios, lo ejerza frente a la sociedad, si así lo considera conveniente a sus intereses. Es por lo tanto, un instrumento jurídico que debe encuadrarse entre aquellos que permiten al socio perder voluntariamente esta condición.

Frente al mencionado derecho fundamental del accionista se encuentran otros mecanismos que, aunque comparten con el derecho de separación dicho resultado, se caracterizan por que dicha pérdida no tiene su origen en la voluntad del interesado, sino que, en unas ocasiones, aquella privación se produce de forma automática una vez llegada cierta fecha o evento preestablecido, en otros casos, se produce por deseo de la sociedad (exclusión), a instancia de uno o algunos de los restantes socios o, incluso, como consecuencia de la decisión de terceras personas. También existen instrumentos, que a pesar de compartir los rasgos de constituir una mecánica desinversora voluntaria, se diferencian en el hecho que, en el derecho de separación, el reembolso de la cuota social se realiza con fondos de la propia sociedad [961].

En síntesis, el derecho de separación es un derecho tutelar, individual del socio o accionista, que permite que no se le apliquen los acuerdos del órgano social mediante la disolución del particular vínculo social. El ejercicio de éste derecho se encuentra vinculado a la adopción de ciertos acuerdos, por ello, es un remedio ante las divergencias de intereses entre el socio y la colectividad y que permite perder voluntariamente la condición de socio. Siendo un derecho correlativo a la amplitud de poderes reconocido a la mayoría y que se expresa en acuerdos sociales. La disolución del particular vínculo social trae como consecuencia que el reembolso debe efectuarse con fondos de la propia sociedad.

Esta descripción de la naturaleza jurídica del derecho de separación permite diferenciarla de otras figuras jurídicas como se pasa a detallar a continuación.

a) Nulidad de la sociedad.- El primer carácter que identifica al derecho de separación frente a otros posibles instrumentos jurídicos con los que comparte el rasgo desinversor radica en que su ejercicio no afecta a la continuación de la propia sociedad, como ocurre al producirse la declaración de nulidad de la sociedad. A diferencia del derecho de separación, la nulidad se caracteriza por el hecho de que su activación comporta la extinción de la sociedad y la consiguiente eliminación de todas las posiciones de socio en la antigua sociedad[962].

[961] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 22, 29, 30 y 60
[962] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 22

b) Derecho de Impugnación.- El derecho de separación no es un remedio diseñado por el legislador para combatir los acuerdos ilícitos sino un instrumento de conciliación ante casos de divergencia de intereses entre el socio y la colectividad; pero nada impide que, satisfechos sus respectivos requisitos de legitimación, el socio puede elegir entre impugnar el acuerdo u optar por la separación de la sociedad. Pero la opción por esta última vía comportará, la pérdida de legitimación para iniciar o continuar el proceso impugnatorio, no ocurre así a la inversa. Mientras que la separación de la sociedad conlleva el decaimiento de la legitimación para iniciar o continuar el proceso impugnatorio, la impugnación del acuerdo no priva al socio de realizar en tiempo y forma la declaración de separación (o en su caso de adhesión)[963].

c) Exclusión de socios.- En la figura de la exclusión, el socio pierde esta condición contra su voluntad, ya que esta es entendida como instrumento societario que permite a la sociedad sancionar o "defenderse ante" ciertas situaciones que han sido normativa o estatutariamente previstas. Messineo considera que no se admite, en la sociedad por acciones, la exclusión del socio que es propia de las sociedades personales y, en cierto grado, en vista del elemento personal propio de ella, en la sociedad de responsabilidad limitada. La impersonalidad del socio y el hecho de que sólo su aportación es relevante, explican la ausencia del instituto de la exclusión en la sociedad por acciones[964]. En el Perú, la Sociedad Anónima Cerrada esta regulada como una figura semejante a la sociedad de responsabilidad limitada, es por ello que el artículo 248 de la Ley General de Sociedades admite la exclusión del accionista.

d) Venta Forzosa por control absoluto de la sociedad.- Es posible concebir situaciones en las que la exclusión se origina por voluntad de sus consocios en los casos de exclusión para reforzar el control, que se diferencia de la separación cuyo origen es la voluntad del socio; así tenemos que los ordenamientos francés, belga y holandés, bajo determinadas circunstancias y con la finalidad de permitirles alcanzar el control absoluto de la sociedad, facultan al socio o socios mayoritarios a imponer a la minoría la venta de su cuota social. En Gran Bretaña también se dispone de un sistema similar denominado "buy out" o "compulsory adquisición" que permite al oferente previo de una "take offer", siempre que haya logrado obtener en el plazo de cuatro meses desde el final de la oferta más del 90 por 100 de las acciones a las que iba destinada la misma, exigir en los dos meses siguientes a los restantes socios la venta forzosa de sus acciones en las condiciones fijadas en la oferta inicial[965].

e) Venta Forzosa por lesionar derechos de otros socios.- Existen situaciones en las que la exclusión se origina por la decisión adoptada por un tercero, como lo establece el ordenamiento de Gran Bretaña, donde, frente a conductas que puedan lesionar los derechos o legítimas expectativas de los socios, la autoridad judicial puede aplicar cualquiera de las medidas

[963] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Págs. 60 y 71
[964] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 509.
[965] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Págs. 24, 25, 27

correctoras previstas en la "Companies Act" de 1985 (CA 1985) entre las que se encuentra, el de ordenar que las acciones de algún socio sean compradas por otro socio o la Sociedad. De igual modo, el artículo 343 del libro II del *"Burgerlijk Wetboek"* (BW) holandés, faculta a los accionistas que, debido al comportamiento de otro socio, sufran un perjuicio en sus intereses o derechos, que sea de tal calibre que no sea razonable exigir su permanencia en la sociedad, podrán requerir judicialmente a dicho socio que adquiera su cuota social[966].

f) Obligación de adquirir acciones por accionistas que tienen el control absoluto de la sociedad.- El derecho de separación se encuentra vinculado estrechamente a la necesidad de que la sociedad amortice las acciones del socio que lo ejerza, existen mecanismos cuya exclusión se realiza mediante la adquisición de las acciones con cargo a los recursos de algún o algunos de los demás socios o, incluso, de otra persona ajena a la sociedad.

La "Companies Act" de 1985 inglesa también reconoce un sistema mediante la "reverse compulsory purchase" (430A CA 1985) que impone a quien mediante una oferta pública de adquisición se ha convertido en socio mayoritario por haber alcanzado el 90 por 100 de las acciones o de una de sus clases, a extender de dicha oferta a los socios minoritarios que no se hubieses adherido a la primera. También cuando se presenta la formación de un grupo de sociedades, algunos ordenamientos, reconocen a los socios minoritarios o "externos" un derecho a abandonar la sociedad controlada, exigiendo que les sea adquirida su cuota social ante la posibilidad de que su interés pudiese verse dañado por la dirección económica unitaria ejercida por la sociedad controlante[967].

5. Características

a) Derecho Individual y esencialmente Económica.- El primer carácter identificador del Derecho de Separación consiste en su calificación como verdadero derecho de carácter individual ya que se concede al socio en cuanto tal, con independencia del número de acciones poseídas, sólo ante el presupuesto consistente en la adopción de ciertas modificaciones estatutarias o la adopción de ciertos acuerdos por la junta general. La particularidad esencialmente económica o patrimonial se presenta en el hecho que el socio debe evaluar la conveniencia de mantener sus acciones o apartarse de la sociedad ejercitando el derecho de separación, que dependerá del quantum dinerario que deberá arriesgar o las posibles ventajas que le pudiese corresponder[968].

b) **Derecho Excepcional.-** Los accionista minoritarios deben, de ordinario, someterse a las modificaciones del acto constitutivo (principio de la mayoría). Pero sólo si la modificación concierne al objeto social, o la reorganización de la sociedad (transformación, fusión y escisión de la sociedad), o al traslado de la sede social al extranjero, el disidente o el ausente tiene derecho a separarse de

[966] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 28, 29 y 34
[967] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Págs. 32-33-34
[968] Ver: FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 64-65; GAGLIARDO, Mariano Págs 259 y 260.

la sociedad, o sea, a librarse, por su voluntad unilateral, del vínculo social y salir de la sociedad[969]. Ello significa, que éste es un derecho excepcional que se otorga al accionista minoritario contra las decisiones de la mayoría, cuando se alteren las condiciones esenciales de la idea central que originó la constitución del sujeto colectivo o las pautas organizativas desplegadas para lograr la consecuencia del objeto; en tal sentido, este derecho debe ser interpretado restrictivamente[970].

c) **Derecho Tipificado por ley o por el Estatuto.-** Farrando Miguel dice, que existe la necesidad de identificar las materias que puede sustraerse de la aplicación de la regla mayoritaria y que pueden considerarse como presumiblemente relevantes para los socios disidentes, cuyo efecto sería de que éstos puedan exigir que la sociedad adquiera su cuota social. Existen motivos (ejemplo: agravamiento en el riesgo, pérdida de liquidez, sometimiento a normativas o a estructuras jurídicas diversas de las originales, etc.) que justifican la separación del socio ante la aplicación de la regla que impone los acuerdos mayoritariamente adoptados; dichos motivos se materializan en el sistema societario en un conjunto de causas de separación, entendidas éstas, como ciertos acuerdos típicos que contienen dichos motivos (ejemplo: transformación, fusión, escisión, cambio de domicilio social, ampliación de la vida social, etc.). Las causas de separación que se vinculan en el ordenamiento jurídico se clasifican en dos: la primera, un conjunto de supuestos que el legislador ha asociado con aquella necesidad de protección y tipificados por ley, que se denominan "causas legales"; y la segunda, aquel otro grupo de supuestos sobre los que los socios tienen una apreciación negativa y que les inducen a reconocerlos expresamente como "causas de separación estatutarias"[971].

d) **Derecho no excluible por Estatuto o Pacto Social.-** Los derechos individuales no pueden ser modificados por el estatuto ni por la asamblea[972]. Es nulo todo pacto (incluyendo el pacto de sindicación) que excluya el derecho de separación, o haga más gravoso su ejercicio[973]; así lo dispone la parte final del artículo 200 de la Ley General de Sociedades. No siendo admisible que el socio pueda obligarse en la escritura de constitución a soportar cualquier cambio del objeto de la sociedad, traslado del domicilio al extranjero, limitación a la libre trasmisibilidad de las acciones, o a la reorganización de sociedades[974].

e) **Derecho Renunciable.-** Los derechos individuales son disponibles en el caso concreto con su consentimiento[975], ya que no es principio de orden público (no es inderogable) que el vínculo social no pueda cesar, limitadamente a un socio, según su voluntad[976].

---

[969] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 507
[970] ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor. Obra citada. Pág 363 y 364.
[971] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 57-58
[972] HALPERIN, Isacc. Sociedades Anónimas. Ediciones Depalma. Buenos Aires. 1978. Págs 345 y 346
[973] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág. 508
[974] VIVANTE, César. Tratado de Derecho... Página 268
[975] HALPERIN, Isacc. Sociedades Anónimas. Ediciones Depalma. Buenos Aires. 1978. Págs 345 y 346
[976] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 508

Si bien es cierto, que se reconoce la licitud de la renuncia a este derecho por el socio, debe preguntarse, si la renuncia procede una vez que el derecho de separación ya se ha activada por darse los presupuestos necesarios, o sea, que el socio renuncie *a posteriori* o *in concreto* al ejercicio de dicho derecho, o también sería posible que tal renuncia se realice al adquirirse la condición de socio, o con posteridad a este momento, renunciando al futuro ejercicio de dicho derecho[977]. Se puede considerar que en este último caso se presenta una situación similar a la exclusión estatutaria del derecho de separación.

Es por ello, que pueda considerarse que la renuncia sólo podría efectuarse cuando el derecho de separación ha sido activado y debiendo hacerlo, ya sea expresa o tácitamente, sin más límites que los genéricos a dicha figura: esto es, la voluntad del socio que conste de forma clara, expresa y terminante.

f) **Derecho que trae como consecuencia la Amortización de Acciones y Reducción del Capital Social.-** Es un elemento típico del derecho de separación la estrecha vinculación que existe entre su ejercicio y la necesaria amortización de acciones o participaciones sociales con la consiguiente reducción del capital social[978].

6. Causales de Separación

6.1 Legales

a) **Aspectos Generales.-** El catálogo legal de causales de separación pretende reflejar algunos supuestos típicos en los que es posible activar el derecho de separación sin impedir, por tanto, que cada sociedad pueda modelar añadiendo las causas de separación que estime más adecuada a su estructura y necesidades para, de esta forma, acrecentar el valor de la sociedad frente a los socios minoritarios. Pero esta construcción arbitraria tiene sus limitaciones que evidencian alguna inconsistencia cuando el ordenamiento jurídico acepta ciertos motivos como causas de separación (ejemplo: sustitución del objeto social, etc.) y, en cambio, ignore otros muchos que, económicamente considerados, tienen tanta o más importancia que los tipificados, como por ejemplo cambio en la política de dividendos[979], o como en el contexto estadounidense, el derecho de separación se considera un medio de tutela alternativo al derecho de suscripción, en la medida que ofrece al accionista que se ve privado de este último derecho, la posibilidad de abandonar la sociedad sin experimentar un menoscabo patrimonial en su cuota de participación[980].

En los acápites siguientes examinaremos las causales de separación tipificadas por el artículo 200 de la Ley General de Sociedades.

---

[977] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 67, 68 y 69
[978] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 67
[979] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación ... Páginas 73 y 75
[980] VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción .... Pág. 963.

b) **Cambio de objeto Social.-** El inversionista (accionista) que participa en una sociedad no debe estar expuesto a la eventualidad de que en virtud del acuerdo de la asamblea se cambie la empresa en la que este accionista convino en participar. La sociedad se constituyó para ejercitar una determinada actividad económica (empresa) y no para cualquier especulación[981]. El objeto social es la causa determinante por la cual el socio decide arriesgar en un negocio o empresa; en este sentido, su modificación representa un cambio sustancial, que hace que la sociedad sea cosa diferente de la que antes significaba para el socio o accionista[982].

La sustitución del objeto social es una de las modificaciones estatutarias que activan el derecho de separación, pero tal sustitución debe consistir en una modificación sustancial en su actividad. Existen situaciones en que dicho cambio obedezca a sencillas concreciones o aclaraciones del mismo o que la modificación sólo alcance a aumentar o reducir alguna de las actividades comprendidas en el objeto social; en estos casos, no se concede el derecho de separación, ya que queda reservado para los supuestos de verdadera sustitución del objeto social, es decir: cuando se procede a su total reemplazo[983]. Cambiar significa introducir una modificación de tal envergadura, que el objeto social resulte diverso del que fue originalmente[984]. El ordenamiento legal peruano utiliza la expresión "cambio" y no "sustitución", por que existen sustituciones, parciales o conexas, que no llegan a significar un cambio importante del objeto social[985].

Se debe subrayar, que es una exigencia imprescindible la determinación precisa y sumaria de las actividades que integran el objeto social, ya que, en caso contrario, la indefinición del objeto social redactado en el acto de constitución o en los Estatutos, puede frustrar la operatividad de este derecho[986].

c) **Traslado de Sede al Extranjero**.- Montoya Manfredi dice, que si la Sociedad anónima traslada la sede social a un país en el que rige la ley del domicilio para determinar la nacionalidad, esa sociedad resultará adquiriendo la nacionalidad del país en que instala su nueva sede social[987].

El reconocimiento normativo del derecho de separación a los socios disidentes, se basa en primer lugar, en la inconveniencia que supone someter a los socios a las "leyes exóticas del país del nuevo domicilio" o con mayor precisión, al hecho de que el traslado de la sede social comporta por regla general la adquisición de otra nacionalidad y, por lo tanto el sometimiento a un nuevo ordenamiento jurídico[988]; en segundo

[981] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios ... Página 359
[982] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Página 391
[983] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Págs. 88, 89 y 90
[984] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios ... Páginas 359 y 360
[985] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Página 392
[986] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 90
[987] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios ... Página 359
[988] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 97.

lugar, en el hecho que se torna sumamente difícil para el accionista ejercitar sus derechos de asistencia, participación y fiscalización de la sociedad[989]. Asimismo, estaría privado del derecho de información.

d) Limitaciones a la trasmisibilidad de las acciones

- Limitaciones a la libre trasmisibilidad de las acciones

  La libre negociabilidad de las acciones es una característica de las sociedades anónimas; esta característica permite al socio disponer en cualquier momento de las acciones, dándole liquidez a la inversión. La "Libre negociabilidad", si bien no puede ser suprimida, puede ser objeto de limitaciones en el estatuto originario o al efectuarse la modificación de ellos. En el primer caso, todos los socios al ingresar a la Sociedad, se someten al régimen previamente establecido, pero en el segundo, existe una alteración no prevista[990]. Al establecerse limitaciones a la libre transferencia de las acciones, se modifica uno de los derechos fundamentales de la acción, con evidente recorte de las facultades del accionista[991]

- Modificación en el régimen de limitaciones a la negociabilidad de las acciones

  En el caso que Libre negociabilidad sea objeto de limitaciones en el estatuto originario o este se haya constituido como una Sociedad Anónima Cerrada (artículo 244), por la vía de un acuerdo de la mayoría reunida en junta, los socios minoritarios pueden quedar desprotegidos ante un nuevo régimen sobre la transmisión de acciones, por lo que la ley concede a éstos últimos la posibilidad de separarse de la sociedad. Elías Laroza expresa que si el derecho de separación no estuviese previsto para este supuesto, sería muy fácil para el accionista mayoritario cambiar el régimen inicial y defraudar al accionista minoritario[992]; pero se debe considerar, que debería aplicarse en el caso que injustificadamente se hiciere más gravosa la limitación a la libre trasmisibilidad de las acciones, pues la libre trasmisibilidad es la regla básica de las sociedades por acciones.

- Exclusión de las acciones u obligaciones del Registro Público del Mercado de Valores

  De acuerdo al artículo 262 de la Ley General de Sociedades, si en la Sociedad Anónima Abierta los socios mayoritarios deciden cancelar la inscripción de acciones en el Registro Público del Mercado de Valores, el socio que está perdiendo la condición con la que ingresó a la sociedad, o sea, titular de acciones cuya cotización y negociabilidad es fijada por el mercado de valores mediante los mecanismos centralizados de negociación, puede ejercer el derecho de separación[993]

e) **Variación del Programa de Fundación.-** Cuando en el proceso de constitución social por oferta a terceros, la asamblea decide variar el

[989] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Página 392
[990] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios ... Página 360
[991] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Página 392
[992] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Página 505
[993] BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. Comentarios ... Página 492

programa de fundación, los suscriptores pueden separarse de la sociedad en formación. Pero en realidad no es propiamente el ejercicio del derecho de separación, por no existir aún sociedad, se trata tan solo de un retiro de la suscripción realizada (Articulo 63 de la LGS).

f) Diferencia en la verificación de Aportes.- Si en la verificación del valor de aportes no dinerarios se produce una diferencia del 20% o más en contra de la sociedad, una de las opciones del abortante es separarse de la sociedad (artículo 76 de la LGS). En este caso tampoco se trataría del ejercicio del derecho de separación, por no ser el caso de diferencia de opinión del accionista a un acuerdo de la junta, que es la naturaleza de la separación, si no de opciones que tiene que adoptar obligatoriamente ante un defecto en la valorización de su aporte[994].

g) Reorganización de Sociedades[995]

- **Transformación de Sociedades**

La transformación comprende el cambio de responsabilidad de los socios de limitada en ilimitada y la situación inversa. Cuando la transformación consiste en el cambio de responsabilidad de los socios de limitada en ilimitada, se estaría obligando al socio disidente, contra su voluntad, a convertirse en responsable solidario e ilimitado, cuando su decisión original fue la de pertenecer a una persona jurídica de responsabilidad limitada. Cuando la transformación consiste en el cambio de responsabilidad de los socios de ilimitada en limitada, se debe tener en cuenta que se revoluciona toda la estructura societaria y contiene situaciones que trascienden el mero aspecto económico. Estas variaciones pueden significar un perjuicio e incomodidad personal que lo ganado con el cambio de la responsabilidad ilimitada (Artículo 338)

- **Fusión de Sociedades**

El acuerdo de fusión es un acto societario de gran trascendencia, pues lleva a la extinción de las sociedades intervinientes, con excepción de la sociedad absorbente. En todos los casos se produce una variación integral de la estructura, socios y patrimonios de las personas jurídicas participantes. Ello justifica que el socio minoritario disidente ejercite el derecho de separación (artículo 356).

- **Escisión de Sociedades**

El acuerdo de escisión es un acto societario de magnitud que lleva a la extinción o disminución patrimonial de las sociedades escindentes, creación de nuevas sociedades beneficiarias y la transmisión de patrimonios a otras sociedades preexistentes. Se produce una conmutación total de la estructura, socios y patrimonios de las sociedades intervinientes; justificando así que los socios disidentes tengan en forma concreta el derecho de separación (artículo 385).

---

[994] ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Páginas 392 y 393
[995] Ver: ELIAS LAROZA, Enrique. Ley General ... Páginas 682, 683, 726 y 787

6.2 Causales Estatutarias

Messineo señalaba que es posible que, además de las hipótesis de separación legal, el acto constitutivo añada nuevos casos de separación[996]. Nuestro ordenamiento societario, da a entender que estas causas de separación deben constar en los estatutos sociales mediante su introducción inicial o mediante la oportuna modificación estatutaria. Los estatutos deben determinar el modo en que deberá acreditarse la existencia de la causa, la forma de ejercitar el derecho de separación y el plazo para su ejercicio. No podrán incluirse como causas estatutarias de separación aquellas que impliquen pactos que contradigan las leyes imperativas, la moral o el orden público ni aquellas causas que atentaran contra los principios configuradores de la sociedad[997].

De manera enunciativa mencionaremos algunas causales que se pueden incluir en el estatuto Social y de presentarse el caso, el socio se encuentre facultado para ejercitar su derecho de separación:

- Pérdida de liquidez de la inversión;
- Cuando algún socio alcanza un porcentaje muy alto del capital social que puede comportar una correlativa pérdida de liquidez de la inversión realizada por el minoritario;
- Ausencia de reparto de un dividendo mínimo por ejercicio;
- Simple ampliación del objeto social;
- Cambio de domicilio dentro del territorio nacional;
- Reducción del número de socios;
- Exclusión del derecho de preferencia en las emisiones de nuevas participaciones modificación de ciertos preceptos estatutarios;
- Supresión de sucursales;
- Venta de todos o parte de ciertos activos sociales;
- Negativas reiteradas a la autorización para transmitir la cuota social, en caso que existan cláusulas restrictivas a la libre trasmisibilidad de las acciones;
- Agotamiento de una patente;
- Dominación por un grupo;
- Pérdida de una concesión administrativa;
- Abandono por algún socio de la sociedad;
- Renuncia o destitución de algún ejecutivo como administrador;
- Otros.

7. Legitimación

7.1 Derecho Exclusivo de los socios o accionistas

a) **Ámbito**.- La razón que ha impulsado al legislador a reconocer el derecho del accionista o socio a separarse ante uno de los mencionados acuerdos, se encuentra en la necesidad de procurar una salida de la sociedad, a aquellos socios que no deseen someterse a un nuevo y distinto estatuto. Como se aprecia, el derecho de separación es un recurso jurídico que

[996] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 508
[997] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 78, 79, 80 y 87

sólo se concede a los socios y no a otros posibles inversores (ejemplo: obligacionistas, tenedores de bonos, etc.), trabajadores u otros acreedores sociales (que pueden verse afectados por los acuerdos societarios), pues considera que no forman parte de su organización por lo que sería imposible separarse de la misma. En consecuencia, los socios que son la única categoría de inversionistas habilitados para dirigir la marcha social y la totalidad de los recursos societarios, son los únicos legitimados para ejercer del derecho de separación, ya que su alejamiento es considerado como separación de la entidad a la que pertenece como miembro.

Los sujetos que adquieren la condición de socio después de la adopción del acuerdo que motiva la separación, pero antes de que expire el plazo para ejercer el derecho, no tienen el derecho de separación, ya que se conocía, o debía conocer, la existencia del acuerdo o causa que originó la activación de dicho derecho.

b) **Copropiedad.-** Ante un supuesto de copropiedad de acciones o de derechos sobre acciones, el artículo 89 de la Ley General de Sociedades exige a los comuneros que designen a una única persona "para el ejercicio de los derechos de socio" frente a la sociedad. En este caso la sociedad puede negarse a admitir cualquier otra forma de ejercicio de los derechos de socio que no sea, precisamente la realizada por la persona designada representante. Pero se plantea que el derecho de separación sólo podrá ejercerlo cuando los copropietarios hayan adoptado unánimemente, ya que su poder no alcanza para ejercer un derecho que supone la pérdida de la condición de socio de sus representados. Pero la ley no hace distingos entre los derechos de socio que puede hacer ejercicio el representante, en consecuencia, el representante se encuentra validamente facultado para ejercer el derecho mencionado, si es que, haya votado en contra y dejado constancia en acta de su oposición, de lo contrario, como por ejemplo que el representante vote a favor del acuerdo que activa el derecho de separación, frustra el posterior ejercicio de este derecho.

Frente a alguna de las causas que originan el nacimiento del derecho de separación y que exigen la decisión de los socios en junta, éstos pueden seguir algunas de las siguientes tres conductas: votar a favor del acuerdo, oponerse expresamente al mismo mediante el voto en contra o, finalmente, no expresar su parecer por abstenerse de votar en blanco o con voto nulo[998]. Para ejercer el derecho de separación, de las conductas mencionadas, cual es la que exige nuestro ordenamiento legal como presupuesto de legitimación lo trataremos en los numerales siguientes.

[998] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 45, 98, 115, 116, 118, 125

7.2 Titulares de acciones comunes

7.2.1 Asistentes a la Junta General de accionistas

a) Los que votaron a favor.- Poseer la cualidad de socio no es suficiente para poder ejercer el derecho de separación. Es necesario que además se dé una situación subordinada de índole subjetiva, consistente en no haber votado a favor del acuerdo que ha activado el nacimiento del mencionado derecho de separación. La lógica de que el respeto a los propios actos impide que el socio que votó a favor del acuerdo, que genera el derecho de separación, pueda ejercerlo[999].

b) Los que votaron en contra.- El Código Civil y Comercial de Italia, en su artículo 2437, regula el derecho de separación expresando que están legitimados los socios que disientan de las deliberaciones referentes a las causales expresamente mencionadas. La redacción de este dispositivo legal comprendía diversas situaciones, como por ejemplo, Vivante señalaba que el derecho de retirada corresponde tanto a los socios que votaron en contra del cambio como a los que se abstuvieron de votar, porque también éstos disintieron del acuerdo adoptado por la mayoría negándoles el voto[1000]. Igualmente, la legislación española que repite la formula italiana, que es repetida por nuestra legislación derogada, se entendía que la ley concedía el derecho de separación al accionista que no haya votado a favor del acuerdo de cambio del objeto social, comprendiendo a los ausentes, los disidentes y a los que se abstuvieron[1001].

En la vigente Ley General de Sociedades se puede observar que el accionista que concurra a la junta general, debidamente informado que se trata de una modificación de estatutos, tendrá que tomar una decisión en el acto, pues para ejercer su derecho de separación tendrá que dejar constancia en acta de su oposición al acuerdo. Esta opción es más explícita y menos complicada. Con arreglo al artículo 130 de la Ley peruana el accionista tiene el derecho a ser informado plenamente, y con los documentos, mociones y proyectos materia de agenda, en tal sentido, se encuentra en condiciones de tomar una posición: o concurre a la junta general para tratar de persuadir que no se produzca el cambio, a sabiendas que si no lo logra – y tampoco cambia él de opinión- deberá dejar constancia de su oposición al acuerdo, consistente por lo demás con sus principios y apreciaciones[1002].

c) Abstenciones.- El Artículo 210 de la anterior Ley General de Sociedades (ALGS) disponía, que el titular del derecho de separación es el accionista que no votó a favor del acuerdo. Esto comprendería a quienes concurriendo se abstuvieron de votar, a los que votaron en blanco o se les anuló el voto, a los que votaron en contra, y a los que no concurrieron a la junta[1003]. De Gregorio dice, que el fundamento lógico de la norma, es que se deben sustraer

---

[999] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Págs. 124, 125,126
[1000] VIVANTE, César. Tratado de Derecho... Página 268.
[1001] SANCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho .....Páginas 233 y 234
[1002] BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. Comentarios ... Páginas 411 y 412
[1003] MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios ... Página 360

al imperio de unas ciertas modificaciones, todos aquellos que no han contribuido a formar el acuerdo modificatorio[1004]

Para Beaumont la ALGS fue más generosa que la ley italiana, porque no sólo otorgó este derecho de separación a los que hubiesen votado en contra del acuerdo, sino incluso a los que simplemente no hubiesen votado a favor. Decía el artículo 210 que si el accionista concurría a la junta general debía hacer uso de su derecho dentro de los tres días siguientes, siempre que no haya votado a favor del acuerdo, lo que significa que estaba comprendiendo también la abstención. El mencionado jurista no está de acuerdo que un accionista bien informado, que no se pronuncia a favor o en contra en la junta general, pueda ejercer su derecho de separación[1005]. Es cierto que si bien la abstención, conforme la posición predominante, implica voto no adhesivo a la voluntad de la mayoría, la misma desde el punto de vista de la adquisición del derecho de separación no expresa una declaración de voluntad concreta y explícita respecto de la adquisición de un derecho de características peculiares[1006]. Es por ello, que nuestro ordenamiento societario no legitima al accionista que, asistiendo a la junta general, se abstuvo de votar respecto a un acuerdo que activa el derecho de separación.

7.2.2 Ausentes

Luego de la convocatoria a junta general de accionista, el socio tiene derecho de ser informado respectos de los puntos de la agenda, entre los que se encuentra la modificación estatutaria que activa el derecho de separación. Con dicha información, el accionista puede optar entre asistir a la junta o simplemente no concurrir y dentro de los diez (10) días siguientes a la fecha de publicación del acuerdo, ejercer su derecho de separación. En este caso la ausencia puede presentarse como una medida para encontrarse legitimado en el ejercicio del derecho de separación.

Por accionistas ausentes se debe entender no solo quien no acudió a la Junta, sino también quien habiendo asistido se retiró de la misma temporalmente, dejando la constancia que señala el artículo 124 de la ley (al momento de formularse la lista de asistentes), de tal manera que no se encontraba presente en el momento de la adopción del acuerdo o no ha sido considerado para la formación del quórum de la junta general de accionistas.

7.3 Titulares de acciones privilegiadas

Los titulares de acciones privilegiadas o preferentes se encuentran legitimados, de la misma forma y bajo las mismas condiciones que los titulares de las acciones comunes, para el ejercicio del derecho de separación de la sociedad, ya que el hecho de que estas acciones ostenten ciertos privilegios frente a las acciones ordinarias en nada afecta a su condición de accionistas. Solo las acciones privilegiadas sin derecho de voto tienen un régimen especial que se analizará a continuación.

[1004] DE GREGORIO, Alfredo. Obra citada. Páginas 685 y 686.
[1005] BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. Comentarios ... Páginas 411 y 412
[1006] RICHARD, Efraín Hugo y MUIÑO, Orlando Manuel. Derecho Societario ... Página 496

7.4 Titulares de acciones privilegiadas sin derecho a voto

En los ordenamientos jurídicos que regulan las acciones sin voto, admiten que los titulares de dichas acciones pueden ejercer el derecho de separación, puesto que son verdaderos accionistas. En lugar de exigir el consentimiento de la mayoría de las acciones sin voto, se atribuye directamente el derecho de separación por el mero hecho de ser titular de esa clase de acciones[1007].

Si la ley atribuye el derecho de separación a los socios que pueden participar en la adopción del acuerdo e inclusive si éstos se ausentan, no es posible negar este derecho a quienes ni quieren ni pueden emplear recursos de naturaleza participativa.

Una situación singular se presenta en el caso de las juntas especiales o de votación separada que participan los accionistas sin voto, cuando el acuerdo que activa el derecho de separación "lesione directa o indirectamente" sus derechos. En estos casos, los titulares de acciones sin voto que en dicha junta especial o votación separada, hubieran votado a favor del acuerdo de transformación no podrán ejercer el derecho de separación[1008].

7.5 Accionistas Morosos

El socio moroso puede ejercer el derecho de separación de la sociedad. El socio moroso podrá separarse de la sociedad siempre que la sociedad no hay procedido a excluirlo de la misma por medio de la enajenación o amortización de sus acciones. Si esto es así respecto del socio incumplidor, con mayor razón debe entenderse que en nada afecta al derecho de separación del socio, la existencia de acciones pendiente de desembolsos pasivos. En el momento de calcular la cuota de separación será necesario tener en cuenta el importe no desembolsado a los efectos de proceder a la oportuna compensación.

7.6 Titulares en caso de acciones usufructuadas

En principio el derecho de separación corresponde al socio, pero el título constitutivo de usufructo puede indicar que el legitimado para ejercer este derecho sea el usufructuario al que concede, además, los derechos de asistencia y voto. En este caso, el usufructuario debe ejercer el derecho de voto de acuerdo al título constitutivo del usufructo y hacer constar en acta su oposición al acuerdo activador del derecho de separación. Pero el título no puede contravenir el Estatuto; ello significa que, si el estatuto no permite que el usufructuario ejerza los demás derechos del accionista (además del derecho al dividendo), no estará legitimado para ejercer el derecho de separación. Además de permitirlo el artículo 200 de la ley, el artículo 8 del mismo dispositivo legal dispone, que son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sean concerniente, los convenios entre los socios y terceros a partir del momento en que le son comunicados, con una limitación que no tienen eficacia ante la sociedad cuando contradigan el pacto social o el estatuto.

[1007] MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las acciones sin ...Pág 437
[1008] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 131, 132

Beaumont dice que la ley vigente permite ceder en el usufructo de acciones los derechos de socio, además del derecho al dividendo, debiendo efectuarlo mediante estipulación contenida en el convenio de usufructo, siempre y cuando el pacto social y el estatuto lo permitan[1009].

7.7 Titulares en caso acciones prendadas

Como se ha comentado al tratar de los titulares del derecho de separación en caso de las acciones usufructuadas, se debe mencionar que el título constitutivo de prenda puede indicar que el legitimado para ejercer este derecho, el de asistencia y voto, sea también el acreedor pignoraticio. En este caso, el acreedor pignoraticio debe ejercer el derecho de voto de acuerdo al título constitutivo de prenda y hacer constar en acta su oposición al acuerdo activador del derecho de separación. El título constitutivo de prenda, para su reconocimiento por la sociedad, no puede contravenir el pacto social ni el Estatuto.

Beaumont expresa, que en lo relativo a prenda de acciones y respecto de los derechos de accionista, también se permite la posibilidad de pactar en contrario, de forma tal que sea el acreedor prendario y no el propietario de las acciones el que ejerza tales derechos[1010].

8. Declaración de Separación

La declaración de separación, es la declaración unilateral de voluntad dirigida a aquellos que tienen la representación social, consistente en la afirmación de querer usar la facultad derivada de la posición jurídica del socio, de apartarse de la sociedad con el reembolso del valor de sus acciones y que por su naturaleza no tiene necesidad de su aceptación[1011].

8.1 Formalidades

El socio que desee separarse ha de ejercitar su derecho notificando a la sociedad en el plazo de 10 días computados a partir de la publicación del acuerdo que debe ser efectuado por la sociedad. El artículo 200 de la Ley General de Sociedades dice, que "el derecho de separación se ejerce mediante carta notarial entregado a la sociedad hasta el décimo día siguiente a la fecha de publicación del aviso a que alude el párrafo anterior" (obligación de publicar los acuerdos que den lugar al derecho de separación dentro de los diez días siguientes a su adopción).

8.2 Plazo

La declaración de separación debe ser comunicado por los socios, hayan intervenido o no en la asamblea, dentro de los diez días siguientes a la publicación de los acuerdos de ésta. Vivante dice que los socios que avisaren su retirada antes de la publicación del acuerdo no podrán llevar a cabo la

[1009] BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. Comentarios ... Página 276
[1010] BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. Comentarios ... Página 278
[1011] DE GREGORIO, Alfredo. Obra citada Página 691.

misma, sino en el caso de que la publicación se haya realmente efectuado, pues, la publicidad provee a quien avisó retirarse del requisito que faltaba para su ejercicio efectivo, además, si la mayoría de los socios, percatada de los obstáculos que se oponen a que se efectúe el acuerdo, lo revoca, reuniéndose en una nueva asamblea extraordinaria antes de que se haya hecho la publicación, el socio que haya notificado su retirada, no puede llevarla a cabo[1012]. De acuerdo a nuestro ordenamiento societario, dicho plazo se concede a favor de los socios, por ello, nada impide que éstos manifiesten su voluntad de separarse antes de que se produzca dicha publicación.

8.3 Naturaleza de la declaración

La comunicación de la voluntad de separarse es un acto de naturaleza unilateral y recepticia. Es unilateral porque la sociedad se encuentra obligada a reconocer sin proceder a más juicio que el derivado de comprobar los presupuestos formales, o sea, la cualidad de socio y haber dejado constancia en acta su oposición al acuerdo que origina el nacimiento del derecho de separación. El carácter recepticio atribuido a la declaración de voluntad del socio comporta que la comunicación debe obrar en poder de la sociedad en el plazo antes citado. La fecha en que la sociedad recibe la declaración de separación determina el momento en que el socio pierde esta condición y por lo tanto no podrá ejercer los derechos inherentes a la misma, como por ejemplo: asistencia a las juntas, percibir dividendos, recibir información societaria, etc.[1013].

8.4 Efectos de la declaración de Separación

La declaración de separación, tiene efectos tanto en el socio, en la sociedad y en los acreedores. Afecta a los socios, permitiéndoles escapar de la sociedad transmitiéndole sus acciones. Afecta a la sociedad ya que el ordenamiento societario impone la reducción de capital social, y afecta a los acreedores sociales ya que la restitución de fondos a los socios debilita el patrimonio social, perjudica la posibilidad de la devolución de sus créditos.

Farrando Miguel dice que el hecho de que la sociedad esté obligada a reconocer el derecho de separación del socio no confiere a éste el derecho inmediato al reembolso del valor de su cuota patrimonial, ya que antes de satisfacer al socio su cuota de separación para de esta forma, acceder a inscribir el acuerdo en el Registro Mercantil, será necesario previamente cumplir el trámite de reducir el capital y en su caso conferir derecho de oposición de los acreedores sociales. Asimismo, es perfectamente factible que la sociedad revoque el acuerdo o desactive el acto que desencadenó el derecho de separación dejando de esta forma sin efecto las declaraciones de separación efectuadas así como los restantes trámites vinculados a dicho derecho.

[1012] VIVANTE, César. Tratado de Derecho... Páginas 269 y 170.
[1013] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 154, 155 y 157

El día en que la sociedad recibe la comunicación notarial de la separación, se establece el límite temporal del ejercicio de la cualidad de socio, no pudiendo participar en la vida social y por lo tanto, en su resultado (positivo o adverso) a quien ha manifestado expresamente que no quiere continuar en la sociedad[1014].

9. Ejercicio Parcial del Derecho de Separación

Un amplio sector doctrinal, reflejada incluso en el artículo 90 de la LGS, entiende que el derecho de separación no puede ejercitarse de forma fraccionada, o sea, que el socio debe optar por ejercer el derecho de separación con la totalidad de sus acciones o por el contrario no ejercerlo.

Contra dicho punto de vista se han expuesto una serie de críticas, como por ejemplo que, el derecho de separación no puede asimilarse a la tesis de la unidad del derecho de voto, ya que el derecho de separación puede estar desvinculado del derecho de voto; asimismo, la doctrina, e inclusive el propio artículo 90 de la LGS, ha flexibilizado su opinión sobre la pretendida "unicidad del derecho de voto" comenzando a aceptar su ejercicio parcial siempre que dicha conducta no persiga "propósitos ilícitos". Por otro lado, se afirma, que el derecho de separación es un derecho de configuración cuantitativa que permite aceptar su escindibilidad, admitiéndose su ejercicio parcial. Es que el derecho de separación no es un derecho de configuración cualitativa sino cuantitativa, ya que no se atribuye al accionista en atención a su cualidad de socio y con abstracción al hecho del mayor o menor número de acciones poseídas (como son, por ejemplo, los derechos de impugnación de acuerdos sociales, de asistencia y representación en las juntas de información, etc.) sino que se otorga al socio en razón del interés económico que posee en la sociedad (como el derecho de suscripción preferente, de dividendo, a la cuota de liquidación, etc.)

Pero la razón que considera que dicho derecho en una facultad excepcional frente a los acuerdos de la mayoría que permite que no surta efecto el principio mayoritario, permitiéndole abandonar la sociedad, no justifica el ejercicio parcial del derecho de separación[1015].

10. Valorización de la Cuota de Separación

El accionista que ejerce su derecho de separación tiene derecho al reembolso del valor de sus acciones, el monto del reembolso se denomina “cuota de separación”. El artículo 200 de la LGS establece las reglas de valorización de la cuota de separación, tales reglas se aplican a falta de acuerdo entre las partes, diferenciándolas si las acciones cotizan en Bolsa (valorización por Bolsa) o no cotizan en ella (valorización por patrimonio neto). Las reglas de valorización se abordarán a continuación.

[1014] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 21, 155,156, 157,158
[1015] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 158, 159, 160 y 161

10.1 Acuerdo entre las partes

La valoración es un derecho individual de cada socio que se separa, es por ello que ante una separación masiva no pueden aplicarse las mecánicas de decisión mayoritaria ya que la negativa de un único socio a aceptar la propuesta de valoración determinaría el fracaso del consenso[1016]. En tal sentido, el titular del derecho de separación y la sociedad emisora pueden evitar cualquiera de los métodos de valorización si se ponen de acuerdo previamente sobre el valor de reembolso. No obstante, el artículo 200 de la LGS señala que el valor fijado en el acuerdo no puede ser superior al de la valuación que resulte de los métodos en ella estipulados. Es evidente que así se limita el campo de la negociación, principalmente para el accionista que se separa, pues el acuerdo sólo puede establecer una suma igual o inferior al de la valorización por Bolsa o patrimonio neto[1017].

10.2 Acciones que cotizan en Bolsa

El criterio empleado para valorar las acciones de una sociedad cuyos títulos cotizan en Bolsa responde a la idea básica de que éstas no tienen otro valor más que el que se paga en el mercado, ya que en definitiva, este precio es el único y verdadero valor de las mismas. Según la legislación española el precio de reembolso será el "precio de cotización media del último trimestre", para el artículo 2437 del Código Civil y Comercial de Italia el precio de reembolso será el “precio medio del último semestre”. El artículo 200 de la LGS dice que las acciones se reembolsarán al valor de su “cotización media ponderada del último semestre”. Esta regla se utiliza para evitar las posibles intervenciones especulativas dirigidas a alterar artificialmente el precio de las acciones[1018].

Pero ¿cuál es el significado exacto de cotización media ponderada? Se podría considerar a la suma de las cotizaciones medias diarias de todos los días hábiles de Bolsa en los últimos seis meses, dividida entre el número total de esos días, pero éste es un promedio exacto día por día del último semestre, pero no es cotización media ponderada. Media ponderada es el resultado de multiplicar cada uno de los números de un conjunto por un valor particular llamado su peso, sumar las cantidades así obtenidas, y dividir esa suma por la suma de todos los pesos. Por ello dice Elías Larosa[1019], la cotización media ponderada de las acciones es el resultado de multiplicar los valores de negociación de cada acción en cada día de bolsa del último semestre (cada uno de los números del conjunto) por el número de acciones de cada negociación (valor particular llamado peso), sumar las cantidades así obtenidas y dividir esa suma por la suma de todas las acciones negociadas (todos los pesos). De acuerdo al valor promedio ponderado, cada transacción bursátil tiene no solamente el peso de su precio sino también el peso del mayor o menor número de acciones de cada operación.

[1016] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág.168
[1017] ELIAS LAROSA, Elias. Ley General ... Página 395
[1018] Ver: FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Págs. 164 y 165; MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág. 508, y VIVANTE, César. Tratado de Derecho... Página 271
[1019] ELIAS LAROSA, Elias. Ley General ... Página 394 y 395

Esta exigencia de la equivalencia entre precio de negociación y valor de la acción sólo será aplicable cuando las acciones se negocien en un mercado secundario oficial, ya que sólo en estos mercados tutelados puede predicarse que existe un grado aceptable de eficiencia informativa.

10.3 Acciones que no cotizan en Bolsa

Cuando las acciones no cotizan en Bolsa, la liquidación debe hacerse, sobre la base del último balance aprobado. De Gregorio dice que ha sido y es todavía objeto de viva discusión cual será este balance, si solamente el último balance ordinario o cualquier balance aprobado por la asamblea. En la jurisprudencia italiana predominó la tesis que debe tenerse en cuenta el último balance, aun cuando no sea ordinario; pero la doctrina se encuentra dividida[1020], así por ejemplo Messineo dice que si las acciones no se cotizan, su valuación debe efectuarse en proporción al patrimonio social resultante del balance aprobado del último ejercicio[1021], Vivante únicamente dice del último balance aprobado[1022], mientras que Arecha y García Cuerva consideran que el valor del reembolso de las acciones surge del último balance aprobado, sea éste del ejercicio o especial[1023]

El artículo 200 de la LGS prescribe que las acciones que no tengan cotización en Bolsa se reembolsarán de acuerdo al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación, o sea, que la valuación se efectuará sobre la base del balance elaborado al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho.

La ley define como valor en libros, el que resulta de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones. Se trata de una valorización consistente en dividir la suma del capital, reservas, utilidades acumuladas, excedentes de reevaluación y en general, todas las cuentas del patrimonio neto de la sociedad, entre el número total de acciones, tanto las con derecho a voto como las que no lo tienen[1024]. Vivarte dice que determinado cuál es el balance decisivo, precisa fijar el valor del activo social y, por tanto, el valor de cada acción, para obtenerlo, se sumarán, de ordinario, el capital social, las reservas y las utilidades eventualmente juntadas para la aprobación de la Asamblea; se detraerán las pérdidas que se hubiesen eventualmente anotado en el activo, y dividiendo el resto por el total de las acciones, se obtendrá el valor de cada una, cual resulta del balance[1025]. En nuestro país, también participan en el cómputo, las acciones de inversión, ya que tienen derecho al patrimonio neto de la sociedad.

10.4 Importe de la cuota de separación

Una vez conocido el valor de cada acción, una simple operación aritmética permite averiguar el importe de la cuota de separación de cada socio y el total que debe satisfacerse a los socios[1026].

[1020] DE GREGORIO, Alfredo. Obra citada. Pág. 692
[1021] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Pág 508
[1022] VIVANTE, César. Tratado de Derecho... Páginas 270 y 271
[1023] ARECHA, Martín y GARCIA CUERVA, Héctor. Obra citada. Pág 365.
[1024] ELIAS LAROSA, Elias. Ley General ... Página 395
[1025] VIVANTE, César. Tratado de Derecho... Página 271
[1026] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 173

11. Pago de la Cuota de Separación

El accionista que opta por la separación tiene derecho, únicamente, a una suma de dinero como contrapartida del valor de sus acciones[1027], por lo que no sería admisible una cláusula del Estatuto por la cual la separación pueda importar, para el que se separa, el derecho de conseguir bienes concretos de la sociedad. Rembolsar, al que se separa, con bienes distintos a la suma de dinero, vulneraría el principio de la intangibilidad del patrimonio social[1028].

Otra corriente doctrinal, a pesar que acepta que la cuota de separación tiene naturaleza esencialmente dineraria, consiente que podrá satisfacerse *in natura* salvo existiera pacto estatutario explícitamente diseñado para estos casos de separación o hubiera mediado acuerdo expreso entre los socios interesados y la sociedad.

El momento a partir del cual es exigible la cuota de separación no puede quedar al arbitrio de la sociedad, por lo que algunos juristas consideran que la solución más correcta radica en permitir a los interesados que exijan su satisfacción desde el día inmediato al término del plazo de oposición de los acreedores o, caso de que éstos se hubieran opuesto, a partir del momento en que en que se hayan prestado las necesarias garantías[1029].

En el Perú el pago debe realizarse dentro de un plazo de dos meses, contado a partir de la fecha del ejercicio del derecho. Además, se debe pagar al accionista intereses compensatorios, computados entre la fecha del ejercicio del derecho y la fecha de pago, de acuerdo a la tasa legal más alta permitida por la ley para créditos entre personas ajenas al sistema financiero. Vencido ese plazo, la sociedad debe pagar, adicionalmente, intereses moratorios.

La sociedad tiene derecho de recurrir al juez, por la vía del proceso sumarísimo, para lograr mejores condiciones de pago, si éste pone en peligro la estabilidad de la sociedad o si ella no tuviese la posibilidad financiera de realizarlo en las condiciones de la Ley[1030].

12. Protección a los acreedores

La tutela de los acreedores sociales impide que la declaración de separación determine de inmediato la satisfacción de la cuota de separación a los socios, ya que su interés por recibir la cuota de separación debe quedar sujeto a la protección del interés del acreedor a no verse perjudicado por dicho pago. La tutela del capital social prima sobre la disciplina protectora del derecho de separación o, en otras palabras, los acreedores sociales están protegidos frente a los efectos económicos que conlleva el pago de la cuota de separación.

Una vez conocido el número de socios que desean separarse, así como determinado sin controversia el importe de su cuota individual de separación, el órgano de administración deberá publicar el acuerdo de reducción del capital social, la fecha de

[1027] ELIAS LAROSA, Elias. Ley General ... Página 394
[1028] MESSINEO, Francesco. Obra citada. Página 508.
[1029] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Páginas 195, 196 y 197
[1030] ELIAS LAROSA, Elias. Ley General ... Página 395

publicación del último de estos anuncios determinará entre otros extremos, el momento a partir del que se activa el plazo de un mes para que los acreedores sociales puedan oponerse a la reducción del capital social hasta que se garanticen suficientemente los créditos no vencidos en el momento de la publicación. En el caso que la reducción se realice con "cargo a beneficios o reservas libres" quedará excluido el derecho de oposición.

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. La aplicación de estas normas de protección de los acreedores sociales, podrían determinar la imposibilidad de separación del socio. En los casos en que la sociedad no disponga de patrimonio libre con el que hacer frente a la cuota de separación y por otra parte, no puede garantizar suficientemente sus deudas, no podrá reducir el capital social y por tanto, devendrá ilícita la amortización de acciones y el consiguiente reembolso de la cuota de separación[1031].

13. Conclusiones Preliminares

a) El fundamento originario de la existencia del derecho de separación reside en la facultad de la mayoría de adoptar acuerdos vinculantes para todos los socios, a pesar de la oposición u objeciones de la minoría. La pérdida del derecho de veto ante la adopción de acuerdos modificatorios de la estructura societaria (regla de la unanimidad) es el factor que fundamenta el derecho del socio, que no apoyó el acuerdo, a separarse de la sociedad.

b) La concesión del derecho de separación a los socios disidentes (frente a acuerdos o decisiones) se encuentra unida a la prevención de que determinadas decisiones realizadas *"manu militari"* por la mayoría, puedan llegar a retraer la inversión en sociedades de capital o, incrementar los costos de negociación de las acciones. Asimismo, en caso de "mercados reducidos", evitar que toda confrontación entre intereses u opiniones de los accionistas se canalicen a través de remedios judiciales.

c) El respeto absoluto a los derechos patrimoniales del accionista individual mediante un amplio derecho de separación, es un mecanismo que busca obtener la confianza de invertir en sociedades abiertas o de intervenir como accionistas minoritarios en sociedades cerradas, sin el temor de que sus expectativas sean mediatizadas o anuladas por la mayoría que controle la gestión.

d) El peligro de descapitalización de las arcas societarias, con el ejercicio del derecho de separación, puede ser contrarrestado recurriendo a diversas estrategias que eviten la reducción del capital sin lesionar el derecho de los socios, como por ejemplo: la adquisición de sus propias acciones, la revocación del acuerdo, el aumento simultáneo del capital, la compra de las acciones por otro socio o un tercero, etcétera.

e) El derecho de separación también tiene función disuasoria, pues, la mayoría debe presentar propuestas cuyo acuerdo o decisiones aglutinen a la mayor

[1031] FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación... Pág. 181, 182, 183, 184, 185 y 187

parte posible del capital social, ya que de lo contrario, el ejercicio de este derecho podría poner en peligro el patrimonio social.

f) El derecho de separación es un instituto de orden público concedido como correlativo de la amplitud de poderes reconocidos a la mayoría, actuando como freno y remedio contra los mencionados poderes respecto a la modificación de los Estatutos. Este derecho no puede ser privado a los accionistas ni por los Estatutos ni por la asamblea.

g) El derecho de separación es un derecho tutelar, individual del socio o accionista, que permite que no se le apliquen los acuerdos del órgano social mediante la disolución del particular vínculo social.

h) Debe enunciarse los medios alternativos al derecho de separación como por ejemplo: imponer a quien mediante una oferta pública de adquisición se ha convertido en socio mayoritario por haber alcanzado el 90 por 100 de las acciones o de una de sus clases, a extender de dicha oferta a los socios minoritarios que no se hubieses adherido a la primera. Asimismo, otro medio alternativo sería reconocer a los socios minoritarios el derecho de abandonar la sociedad controlada exigiendo que les sea adquirida su cuota social ante la posibilidad de que el interés de dichos socios pudiese verse dañado por la dirección económica unitaria ejercida por la sociedad controlante que forme parte de un grupo económico.

i) Las causales tipificadas en la ley que originan el derecho de separación consisten en una construcción arbitraria que tiene sus limitaciones y que evidencian alguna inconsistencia cuando el ordenamiento jurídico acepta ciertos motivos como causas de separación (ejemplo: sustitución del objeto social, etc.) y, en cambio, desconoce otros muchos que, económicamente considerados, tienen tanta o más importancia que los tipificados, como por ejemplo cambio en la política de dividendos o la exclusión del derecho de suscripción.

j) Para la operatividad del derecho de separación por cambio de objeto social, es una exigencia imprescindible la determinación precisa y sumaria de las actividades que integran el objeto social al ser redactado en el acto de constitución o en los Estatutos.

k) En el caso que la libre negociabilidad de las acciones sea objeto de limitaciones en el estatuto originario o este se haya constituido como una Sociedad Anónima Cerrada, el derecho de separación debe aplicarse en el caso que injustificadamente se hiciere más gravosa la limitación a la libre trasmisibilidad de las acciones, no en el caso que el caso que se hiciere menos gravosa, pues la libre trasmisibilidad es la regla básica de las sociedades por acciones.

l) Nuestro ordenamiento societario, expresa que otras causas de separación pueden constar en los estatutos sociales mediante su introducción inicial o con la oportuna modificación estatutaria, pero con criterio pedagógico debe enunciarse. Por ejemplo: Pérdida de liquidez de la inversión; Cuando algún

socio alcanza un porcentaje muy alto del capital social que puede comportar una correlativa pérdida de liquidez de la inversión realizada por el minoritario; Ausencia de reparto de un dividendo mínimo por ejercicio; Simple ampliación del objeto social; Cambio de domicilio dentro del territorio nacional; Reducción del número de socios; Exclusión del derecho de preferencia en las emisiones de nuevas participaciones modificación de ciertos preceptos estatutarios; Supresión de sucursales; Venta de todos o parte de ciertos activos sociales; Negativas reiteradas a la autorización para transmitir la cuota social; Agotamiento de una patente; Dominación por un grupo; Pérdida de una concesión administrativa; Abandono por algún socio de la sociedad; Renuncia o destitución de algún como administrador; etcétera.

m) Por consistir el derecho de separación en una facultad excepcional frente a los acuerdos de la mayoría, que permite que no surta efecto el principio mayoritario, permitiéndole abandonar la sociedad, no justifica el ejercicio parcial del derecho de separación.

n) En el Perú el pago debe realizarse dentro de un plazo de dos meses, contado a partir de la fecha del ejercicio del derecho; además, se debe pagar al accionista intereses compensatorios, computados entre la fecha del ejercicio del derecho y la fecha de pago, de acuerdo a la tasa legal más alta permitida por la ley para créditos entre personas ajenas al sistema financiero. Vencido ese plazo, la sociedad debe pagar, adicionalmente, intereses moratorios. El momento a partir del cual es exigible la cuota de separación no puede quedar al arbitrio de la sociedad. Por ello se debe permitir a los interesados que exijan su satisfacción desde el día inmediato al término del plazo de oposición de los acreedores o, caso de que éstos se hubieran opuesto, a partir del momento en que en que se hayan prestado las necesarias garantías.

CONCLUSIONES

I. En la concepción de los accionistas mayoritarios y administradores de las empresas oriundas del país se tienen como opción residual al financiamiento de sus proyectos de inversión mediante la emisión de acciones, pues, se resisten a imaginar que a sus organizaciones corporativas ingresen como accionistas personas que no sean de su entorno familiar, por que existe el carácter familiar de estas sociedades. Tal concepción se manifiesta en el temor de dar información y en el pánico a perder el control de la empresa, ésta es considerada de tradición familiar. La consecuencia económica de dicha concepción es la baja capitalización de las empresas que se origina cuando financian el inicio sus operaciones o su expansión, efectuándolo, en proporciones exageradas, mediante créditos bancarios u otros créditos. El costo de tal financiamiento ha ocasionado la crisis e inclusive su salida del mercado mediante procesos de liquidación de muchas sociedades anónimas. Mediante este comportamiento, se dificulta la obtención de capitales, o sea crecer. En el mundo actual, la empresa tiene que crecer o desaparecer.

II. Existe en la mayoría de empresas del país la falta del equilibrio financiero en la marcha de sus negocios, por que no se comprende que la diferencia sustancial entre el financiamiento mediante préstamos comerciales y el financiamiento mediante emisión de acciones. Los préstamos comerciales deben ser retribuidos en forma fija con los intereses y la devolución o amortización del capital, así existan pérdidas, mientras que a los accionistas se les debe retribuir sólo cuando existan utilidades y se acuerde el reparto de éstas en junta general.

III. La sociedad anónima, por ser el mecanismo jurídico colector del ahorro público para convertirlo en inversión productiva, busca estimular al accionista, con un haz de derechos subjetivos, como contrapartida al aporte, estando su responsabilidad limitada a dicho aporte, garantizando que exista una justificable relación entre el capital social u el objeto social.

IV. La acción es el instrumento para reunir capital con el fin de realizar por medio de la sociedad emisora una actividad económica concreta (objeto social), mediante dicho título valor se ejercita los derechos sociales y se transmite de modo fácil, rápido y segura la participación de un sujeto en una sociedad anónima determinada. La acción, como instrumento de inversión, es la expresión de la cualidad de socio, que engloba, derechos sustanciales y procesales, así como prerrogativas susceptibles de ejercicio individual o agrupado.

V. Entre los derechos incorporados a la acción se pueden diferenciar dos: los derechos individuales y los de los accionistas minoritarios. Los llamados derechos individuales o fundamentales se encuentran ligados a la cualidad misma de socio, tienen usualmente una posición inalienable e insuprimible por los estatutos u órganos sociales, son derechos pilares que sostienen el status de accionista y que en el caso que las necesidades de la actividad económica de una sociedad anónima requiera excluir, excepcionalmente, alguno de estos derechos, tal exclusión debe ser flanqueado con el fortalecimiento (privilegios) de otros

derechos pilares o la aplicación de otros medios alternativos que cumplan semejante función. Estos derechos fundamentales del accionista se conceden al socio singular sin importar la cantidad de acciones que tengan y puede ser objeto de renuncia individual una vez que sea exigible o se pueda ejercitar tal derecho. Dichos derechos se agrupan en aquellos vinculados con la obtención de los beneficios patrimoniales (derechos materiales); y los que buscan asegurar o alcanzar mediata o inmediatamente el ejercicio de los mencionados derechos materiales (derechos instrumentales).

VI. El principal derecho del accionista es de participar en el reparto de las utilidades, que la sociedad podrá distribuir sólo la parte del patrimonio neto que supere el capital social (además de las reservas legales y estatutarias). En las Sociedades Anónimas, la regla es que el socio o accionista pretenda obtener beneficios económicos como fruto de la inversión efectuada; esta finalidad que ha sido el motivo determinante para iniciar el vínculo jurídico con la sociedad. Excepcionalmente, la necesidad de obtener lucro puede estar aparentemente ausente, como se podría apreciar en algunas entidades educativas, deportivas y otras, que adoptan la estructura societaria para mejorar su eficiencia. El derecho que tiene el accionista de participar en la distribución de las utilidades se manifiesta tanto como derecho abstracto y como derecho concreto.

VII. Como derecho abstracto, el derecho de participación en los beneficios debe buscar proteger al accionista no solo contra cualquier posible acuerdo social que pretenda excluirle de la participación en los beneficios obtenidos por la empresa, sino contra la posible decisión injustificada de la junta de accionistas de no repartir los beneficios que se vayan obteniendo, reservándolos indefinidamente, pues de lo contrario este derecho se convertiría en un enunciado programático, no atractivo para el inversionista.

VIII. Como derecho concreto, el derecho al dividendo es un derecho de crédito que obliga a la sociedad a satisfacer al accionista la parte de ganancia correspondiente a las acciones que posea. El dividendo viene a ser la parte de los beneficios reales obtenidos por la sociedad anónima en uno o más periodos que la Junta General acuerda repartir a cada accionista en proporción al capital que hayan desembolsado, colocando al accionista en la posición de acreedor frente a la sociedad, cuyo efecto se traduce en la disminución del activo social de la sociedad y un aumento del patrimonio personal de los accionistas.

IX. El dividendo es una de las modalidades periódicas de reparto de ganancias, cuya caracterización es la fungibilidad; por ello la naturaleza del dividendo es la de un crédito de dinero, lo que no impide que el accionista pueda acordar, mediante contrato individual o colectivo, el pago en especie, o acciones en cartera, según su personal conveniencia en cada caso. Es preciso diferenciar el dividendo, que es una consecuencia natural de la inversión de capital y se acuerda mediante quórum simple y acuerdo de junta obligatoria, con la entrega de acciones producto de las modalidades de modificación de estatutos, que requieren de quórum y mayorías calificadas, como son el aumento de capital por capitalización de utilidades, reservas y otras cuentas

del patrimonio neto. El pago de los dividendos es exigible a partir del momento en que la junta general haya acordado el reparto o transcurrido el plazo fijado al directorio para disponer el pago de éstos.

X. El llamado dividendo a cuenta tiene como fuente a las ganancias producidas durante el ejercicio económico que todavía se encuentra en curso al tiempo de la distribución, pero esas cantidades no tienen el carácter de beneficio del ejercicio actual, ya que todavía no existe, sino, tienen la calidad de ser un crédito con cargo a las utilidades que arroje el ejercicio. Por ello, en el caso que al cierre del ejercicio la sociedad no arroje utilidades, los accionistas deben estar obligados a devolverlo.

XI. Como tutela del derecho de los accionistas sin derecho a voto, existe la obligación de la sociedad al reparto del dividendo preferencial cuando existan utilidades distribuibles, o sea, en circunstancias normales, estas utilidades no pueden ser destinadas a reservas voluntarias o mantenerlas en otra cuenta del patrimonio sin distribuirlas; este reconocimiento del derecho a la rentabilidad debe ser extendida a las acciones comunes u ordinarias. Los privilegios o preferencias, contenidas en las "acciones preferenciales", no pueden hacer ilusorios los derechos económicos de los accionistas ordinarios, por lo que habrá de reputarse inadmisible e ilegítimo todo acto que excluya a cualquier accionista de participar en el reparto de las utilidades.

XII. En la mayoría de empresas controladas por inversionistas nativos del Perú, las administraciones o los propios accionistas que la controlan, sin justificar en planes de expansión u otro de interés social, constituyen irrazonables reservas voluntarias, cuentas de utilidades sin distribuir o ejecutan constantes capitalizaciones, presentándose la falta de distribución sistemática de las utilidades, o sea dejándola sin rentabilidad. Por ello, se debe adoptar mecanismos legales de protección del derecho que todo accionista tiene a participar en las utilidades. La constitución de reservas voluntarias, cuentas de utilidades no distribuidas o capitalización de las utilidades y/o beneficios, se deberá ejecutar dentro de criterios de razonabilidad.

XIII. El proceso de extinción de una sociedad se inicia con la disolución, etapa en la cual se verifica una causa legal o estatutaria, que pone fin a la etapa normal de funcionamiento, dando inicio a una segunda etapa, denominada liquidación, y posteriormente concluirá con la división del haber social y extinción propiamente dicha de la sociedad como sujeto de derecho. La división del haber social tiene como finalidad exclusiva la repartición de los bienes líquidos o en natura, comprendidos en la restante masa patrimonial, adjudicándolos a los que tienen derecho. La división no es una parte ni una fase de la liquidación, constituye la secuela inmediata de la extinción de la sociedad. Si al final de la liquidación de la sociedad, tenga ésta un activo que exceda del pasivo más allá de la cifra del capital, el reparto final del patrimonio comprenderá las ganancias no repartidas en vida de la sociedad. En caso contrario, la división del haber social resultante de la liquidación no hará más que devolver a los socios, en todo o en parte, lo aportado por ellos al desembolsar las acciones.

XIV. Respecto a la cuota de liquidación, se puede afirmar que el reparto proporcional al valor nominal de los títulos será equitativo cuando las acciones estén desembolsando en la misma medida o proporción; las dificultades se presentan cuando tales acciones están desembolsadas en distinta medida, la norma jurídica vigente establece que debe reembolsarse primero los mayores porcentajes pagados por los accionistas y el saldo se distribuya entre los socios en proporción a su participación en el capital social, pero esta solución no tiene claridad y puede ofrecer inequidades; una fórmula equitativa hubiera sido que, en este caso, el haber social se distribuirá entre los accionistas en proporción a su participación en el capital pagado.

XV. Las acciones privilegiadas, dentro de las que se encuentra las acciones sin derecho de voto, tienen el derecho de participar preferentemente en la cuota de liquidación, que permitiría a algunos accionistas ser preferidos frente a los tenedores de acciones ordinarias. Si existen beneficios, los privilegios en la participación del mismo no deben excluir a los titulares de las acciones ordinarias de participar en la distribución de éstos. De igual modo, en caso que el haber social sea menor que el capital social, las acciones sin voto (privilegiadas), podrán recibir una cuota mayor pero no podrán absorber todo el patrimonio repartible. No se puede privar a ningún accionista del derecho a participar en la cuota de liquidación ni exonerarlos de participar en las pérdidas.

XVI. A pesar que existe un tímido reconocimiento del derecho de asistencia como una facultad protegible en si misma y desvinculado de la emisión del voto, su fundamento se afianza con el hecho que la ley otorga facultades autónomas y/o complementarias en la junta general de accionistas distintas al derecho de voto y en el principio que las normas que privan o suspenden el derecho de voto a los accionistas no debe extenderse más allá de los supuestos previstos en la ley. .

XVII. El voto forma la voluntad de la mayoría, materializada en el acuerdo del órgano deliberativo de la sociedad. Con el ejercicio del voto el accionista interviene, controla o puede controlar el desarrollo de la explotación de la empresa de la que es titular la sociedad anónima. Los privilegios deben encontrarse circunscritos a los derechos de contenido estrictamente patrimonial y no deben proyectarse sobre el voto ni otros derechos de naturaleza administrativa (información, asistencia, impugnación de acuerdos. etc.). De acuerdo al principio de proporcionalidad el voto, en la sociedad anónima, tiene que ser ejercitado conforme a la participación en el capital social, sin embargo, la existencia de las llamadas "acciones sin derecho de voto" y la atribución de privilegios en la asignación de determinado número de directores a una clase de acciones, ponen en tela de juicio el propósito mencionado.

XVIII. El fenómeno de cosificación del derecho de voto se manifiesta en las características de este derecho, como por ejemplo: la medida del ejercicio del derecho de voto depende del aporte efectuado; la supresión o limitación de la facultad de votar a un número de acciones sólo es posible si les concede el correspondiente privilegio patrimonial; las acciones ordinarias con derecho de voto tienen en el derecho de voto un derecho económicamente atractivo en las

ofertas públicas de adquisición (OPAs), y dicho derecho puede ser objeto de convenio y contratos entre accionistas o con terceros, sea mediante simples delegaciones de voto o mediante duraderas delegaciones de voto a través de un sindicato de accionistas, por ello, se puede considerar, que el derecho de voto es un derecho susceptible de ser patrimonializado o cosificado.

XIX. En principio todo accionista tiene derecho a participar en la gestión de los asuntos sociales a través de su voto en la junta general admitiéndose la posibilidad de que se emitan acciones privilegiadas sin voto como excepción, lo cual no empaña la plenitud del principio.

XX. Las acciones sin derecho de voto no podrán superar la mitad del capital social, pues de lo contrario se podría tener la mayoría de acciones sin voto, pero con privilegios inexistentes por que se habría diluido en la mayoría de acciones.

XXI. Las llamadas "acciones sin derecho de voto" han tenido como fundamento de origen el fenómeno de la ausencia de accionistas en las Juntas Generales, por el poco interés de los pequeños accionistas y por la vocación rentista de alguno de éstos presentado en las llamadas sociedades anónimas públicas o abiertas, es por ello que no se justifica que las disposiciones sobre la creación y emisión de acciones sin derecho a voto alcancen a otras modalidades de sociedades anónimas además de las abiertas.

XXII. El contrato de sindicación de accionistas no puede convertirse en pacto social, aunque se admita que adicionalmente pueda incorporarse al estatuto con fines de publicidad y oponibilidad a terceros. Los mencionados convenios tienen independencia del pacto social, y su inscripción en el Registro puede efectuarse aún después de inscrita la escritura publica de constitución. El reconocimiento por sociedad del pacto de sindicación no significa que tales acuerdos obliguen a otros accionistas que tienen vínculos ajenos al convenio de sindicación, ni a la sociedad, esto significa, simplemente, que tales acuerdos le son oponibles o sea que deben tener presente su existencia y hacerlo respetar a los accionistas vinculados, salvo que hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, en tal caso prevalecerán estos últimos, pero siempre el contrato de soindicación tendrá efecto vinculante entre quienes lo celebraron.

XXIII. Cuando el accionista ligado por un pacto, que no implica la representación por un síndico, incumple tal pacto en el momento de la votación, la validez del voto que entrañe la violación de ese compromiso no puede ser impugnado. Si el pacto de sindicación y el nombramiento del sindico es puesto en conocimiento de la sociedad, la asistencia personal del representado, en este caso el sindicado, a la junta general, no producirá la revocación del poder conferido.

XXIV. Con los pactos de sindicación y la presencia de los accionistas institucionales (AFPs, Fondos Mutuos), la junta general de accionistas y por consiguiente el ejercicio del derecho a voto empiezan a recobrar su función e importancia, o sea, la junta general vuelve a ser el órgano supremo de expresión de la voluntad social; desterrando el “ausentismo” de los accionistas y la dispersión de éstos y

por la falta de suficiente interés, que fueron los fundamentos para sustentar la aparición de las acciones sin derecho de voto.

XXV. En el caso de cualquier ampliación de capital realizada colocando acciones a la par, o sea cuando los suscriptores se limitan a desembolsar el nominal del título, se reducirá proporcionalmente la diferencia entre capital y patrimonio, produciendo la correlativa desvalorización de las acciones antiguas, manifestándose el fenómeno denominado "aguamiento" o dilución patrimonial de las antiguas acciones, es por ello que el ordenamoiento legal reconoce alaccionista la facultad de no ser indebidamente privado de sus derechos sobre los beneficios realizados y las reservas constituidas mediante el llamado derecho de suscripción preferente.

XXVI. A pesar que la función del derecho de suscripción preferente, es evitar el mencionado aguamiento de la participación social y el mantenimiento del "status quo" del accionistas, no es suficiente protección del accionista frente a las acciones dolosas de los accionistas que ejercen el control de la sociedad cuya finalidad es modificar la estructura accionarial en perjuicio de los accionistas reduciendo su participación, pues aprovechan la dificultad del acceso al mercado de capitales para colocar el título que contiene el derecho de suscripción preferente, generando la indefensión del accionista cuando éste no dispone de suficientes recursos para suscribir las nuevas acciones o, simplemente, no desea realizar dicha inversión; es por ello, que debería establecerse la posibilidad de que tal derecho vaya acompañado con otras medidas compatibles como: la acumulación de la prima con el derecho de suscripción, que otorga una plena protección al accionista y supera las limitaciones tanto de la prima, como del derecho de suscripción preferente; en otro caso el accionista que se ve privado del derecho de suscripción preferente debe tener el derecho de separación, dándole la posibilidad de abandonar la sociedad sin experimentar un desmedro patrimonial en su cuota de participación; otra de las alternativas sería la exclusión del derecho de suscripción preferente, compensando a los accionistas por la dilución de sus acciones; inclusive, el derecho de acrecer debiera ejercitarse previa compensación a los accionistas que no pueden o no desean ejercer su derecho de suscripción preferente.

XXVII. La transmisión del derecho de suscripción preferente, teniendo en cuenta el débil desarrollo del mercado de valores en el país no existiendo un mercado eficiente, no solo debe efectuarse incorporándolo en Certificados de Suscripción Preferente sino también mediante cesión de derechos.

XXVIII. En la legislación nacional las causales de exclusión del derecho de suscripción son muy rígidas por lo que se debería modificar las mencionadas causales, así por ejemplo, la exclusión del derecho de suscripción preferente mediante el otorgamiento de la opción de suscribir acciones a terceros o a ciertos accionistas, cuando lo acuerde la junta general debe requerir el voto favorable de accionistas que representen una mayoría calificada pero acompañada del derecho de separación del accionista que se oponga al acuerdo; asimismo, la Sociedad Anónima Abierta podrá excluir el derecho de suscripción con los

requisitos formales, del quórum y acuerdos exigidos para la modificación de Estatutos, salvo que sus acciones no hayan sido objeto de negociación en el último trimestre en el mercado de valores; por último, se debe incorporar como causal de exclusión del derecho de suscripción preferente, cuando el patrimonio neto de la sociedad sea inferior al capital social y la empresa requiera saneamiento patrimonial.

XXIX. El derecho de acrecer, por quebrantar el principio de proporcionalidad, solo deberá ejercitarse en los siguientes casos: Cuando se acumulase el derecho de suscripción preferente con el pago de una prima; Mediante compensación directa al accionista que no pueda ejercer el derecho de suscripción o no desee hacerlo; Cuando se establezca que en todo aumento de capital mediante aporte de los accionistas sea causal de separación; finalmente, cuando el patrimonio neto sea inferior al capital social

XXX. Considerando que el llamado derecho a impugnar los acuerdos sociales es simplemente el reconocimiento de una legitimación procesal, el asunto litigioso no es el supuesto derecho de impugnación, sino algún otro derecho subjetivo material incorporado a la acción y que el acuerdo de la junta pretende desconocerlo o trasgredirlo; este derecho discutido es transferible con el título representativo de la acción, por ello debe reconocerse el instituto desarrollado por el derecho procesal denominado sucesión procesal, no justificándose que la transferencia de las acciones concluya el proceso ni la transferencia parcial se justifique como causal de pérdida de la legitimidad para obrar.

XXXI. El accionista titular de acciones sin derecho a voto tiene legítimo interés en que la deliberación adoptada por la junta general sea válida, por lo que no se explica que se le legitime sólo para impugnar los acuerdos sociales que afecten sus privilegios.

XXXII. Los accionistas pueden ejercer su derecho de información en forma directa o indirecta. En forma directa puede ejercerlo si la fuente contiene datos organizados que puedan ser calificados como información (verbigracia: Estados financieros); y en forma indirecta (auditorias especiales) si la fuente contiene datos requieren ser ordenado para que tenga cualidades de información (verbigracia: libros contables).

XXXIII. Los administradores deben proporcionar a los accionistas las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley determine respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad, ello implica que a estas fuentes de información, los accionistas deben tener acceso a la información no solo con ocasión de la realización de la Junta, sino cuando lo requiera su legítimo interés, por ejemplo para ejercer el derecho de negociar sus acciones. Negarse a informar cuando exista legitimo interés del accionista, como en el caso de la negociación de sus acciones, sería una infracción a dicho derecho, ya que esperar que se le informe cuando se decida publicar la convocatoria para la realización de la Junta de Accionistas, eliminaría el carácter de “oportuna” de toda información reconocida señala la ley y atenta los deberes de fidelidad que tienen los administradores para con los accionistas Por ello debe incorporarse como derecho fundamental del

accionista al derecho de información, el cual puede ejercerlo tanto con ocasión de la realización de la Junta General o cuando exista legítimo interés, como por ejemplo, para transferir sus acciones.

XXXIV. Las cláusulas estatutarias limitativas de la libre transmisibilidad de acciones no deben excederse de una mera y justificada limitación de la misma. Respecto al silencio de la sociedad en el caso de cláusulas de consentimiento o aprobación de la transmisibilidad de las acciones se deberá considerar la autorización como concedida, si transcurre un plazo razonable desde la presentación de la solicitud sin que la sociedad haya contestado. Las cláusulas estatutarias y voluntarias de inalienabilidad de las acciones, requieren la necesidad de un interés serio y legítimo, asimismo, que tal inalienabilidad debe ser solamente temporal. El derecho de adquisición preferente del accionista de una S.A.C. solo debe originarse en cláusulas estatutarias o por convenio entre socios, pero no por ley. Cautelando el derecho sucesorio de los descendientes y demás sucesores del accionista fallecido de una S.A.C. se debe suprimir la posibilidad de establecer estatutariamente, la transferencia forzosa de las acciones del mencionado accionista fallecido.

XXXV. La transmisibilidad de valores representado mediante anotaciones en cuenta sólo tendrá lugar por transferencia contable, la inscripción de dicha transmisión es constitutiva de la adquisición del status de socio, o sea, desde ese momento tiene efectos entre las partes y a la vez es oponible frente a la sociedad y terceros.

XXXVI. El derecho a la negociabilidad de las acciones en el mercado Bursátil, se presenta como una norma de protección del accionista minoritario, ya que se requiere que tengan una participación no menor al 25% del capital social.

XXXVII. El derecho de los accionistas a exigir que los Estados Financieros y la Memoria anual del Directorio sean sometidos a examen de auditoria, en la legislación peruana, requiere un elevado porcentaje de participación accionaría para que tales accionistas estén legitimados a exigirlo, debiendo ser una obligación general de toda sociedad anónima de someter sus Estados financieros a examen de auditoria, salvo el estatuto establezca lo contrario, en este caso será obligatorio si lo solicitan el 10% de las acciones con derecho a voto. ; asimismo, debe establecerse como causal de nulidad de los acuerdos sociales cuya aprobación de los Estados Financieros no sea sometida previamente a examen de auditoria, y esta opinión no se encuentre a disponibilidad de los accionistas a partir de la convocatoria a junta general. El porcentaje antes mencionado debe establecerse para que la sociedad asuma los gastos de las Auditorias Especiales.

XXXVIII. Entre las causales tipificadas en la ley que originan el derecho de separación se desconoce muchas que, económicamente considerados, tienen tanta o más importancia que los tipificados, como por ejemplo cambio en la política de dividendos o la exclusión del derecho de suscripción, que deben ser incorporadas como causales expresamente por la ley.

XXXIX. Cuando la libre negociabilidad de las acciones sea objeto de limitaciones el derecho de separación debe precisarse que la aplicación del derecho de separación se presentará como causal en el caso que injustificadamente se hiciere más gravosa la limitación a la libre trasmisibilidad de las acciones.

XL. Con criterio pedagógico debe enunciarse en la ley que las causas de separación pueden constar en el estatuto social. como ejemplo: La pérdida de liquidez de la inversión; cuando algún socio alcanza un porcentaje muy alto del capital social que puede comportar una correlativa pérdida de liquidez de la inversión realizada por el minoritario; la ausencia de reparto de un dividendo mínimo por ejercicio; la simple ampliación del objeto social; el cambio de domicilio dentro del territorio nacional; la reducción del número de socios; la exclusión del derecho de preferencia en las emisiones de nuevas participaciones modificación de ciertos preceptos estatutarios; la supresión de sucursales; la venta de todos o parte de ciertos activos sociales; las negativas reiteradas a la autorización para transmitir la cuota social; el agotamiento de una patente; la dominación por un grupo; la pérdida de una concesión administrativa; el abandono por algún socio de la sociedad; la renuncia o destitución de algún como administrador; siendo tal relación enunciativa y no taxativa.

XLI. El momento a partir del cual es exigible la cuota de separación no puede quedar al arbitrio de la sociedad; por ello, se debe permitir a los interesados que exijan su satisfacción desde un plazo que se compute desde la fecha del ejercicio del derecho de separación, o sea exigible, si los acuerdos se hubieran opuesto, a partir del momento en que quede consentida o ejecutoriada la resolución que declara infundada la oposición, o se hayan prestado las necesarias garantías.

XLII. En la ley debe enunciarse algunos medios alternativos al derecho de separación como por ejemplo: imponer a quien mediante una oferta pública de adquisición (OPA) se ha convertido en socio mayoritario por haber alcanzado el 90 por 100 de las acciones o de una de sus clases, a extender de dicha oferta a los socios minoritarios que no se hubieses adherido a la primera. Asimismo, otro medio alternativo sería reconocer a los socios minoritarios el derecho de abandonar la sociedad controlada exigiendo que les sea adquirida su cuota social ante la posibilidad de que el interés de dichos socios pudiese verse dañado por la dirección económica unitaria ejercida por la sociedad “controlante” que forme parte de un grupo económico.

RECOMENDACIONES

Anteproyecto de Ley modificatoria de la Ley General de Sociedades

Artículo 1º.- Modifícase el artículo 1 de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Quienes constituyen la Sociedad convienen en aportar bienes o servicios para el ejercicio en común de actividades económicas con la finalidad de participar en el reparto de utilidades y otros beneficios."

Artículo 2º.- Modifícase el artículo 39º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"La distribución de beneficios a los socios se realiza en proporción a sus aportes al capital. Sin embargo, el pacto social o el estatuto pueden fijar otras proporciones o formas distintas de distribución de los beneficios.

Todos los socios deben asumir la proporción de las pérdidas de la sociedad que se fije en el pacto social o el estatuto. Sólo puede exceptuarse de esta obligación a los socios que aportan únicamente servicios. A falta de pacto expreso, las pérdidas son asumidas en la misma proporción que los beneficios.

Está prohibido que el pacto social o acuerdo social reserve injustificadamente el reparto de utilidades o excluya a determinados socios de las utilidades o los exonere de toda responsabilidad por las pérdidas, salvo en este último caso, por lo indicado en el párrafo anterior"

Artículo 3º.- Modifícase el artículo 51º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"En la sociedad anónima el capital está representado por acciones nominativas y se integra por aportes de los accionistas, quienes no responden personalmente de las deudas sociales. No se admite el aporte de servicios en la sociedad anónima. El capital social no podrá ser inferior a ..... Unidades impositivas tributarias. La Ley u otros dispositivos legales pueden establecer para el ejercicio de determinadas actividades económicas montos distintos de capital mínimo. El capital social se expresará en moneda nacional, salvo que de acuerdo a los contratos suscritos con el Estado se encuentre autorizado a llevar su contabilidad en moneda extranjera. En todo caso, debe existir una justificable relación entre el capital social y el objeto social".

Artículo 4º.- Modifícase el párrafo final del artículo 79º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Cuando el dividendo se pague en especie o se entregue acciones de propia emisión, la sociedad venderá éstas por el proceso de remate en ejecución forzada que establece el Código Procesal Civil y a aplicar el producto de la venta a los fines que señala el párrafo anterior".

Artículo 5º.- Modifícase el artículo 94º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Puede crearse una o más clases de acciones sin derecho a voto. La emisión se efectuará mediante oferta pública o privada, debiéndose registrar en Registro Público de Valores e Intermediación, sujetándose a la normatividad bursátil aplicable. El importe nominal no podrá superar en su conjunto la mitad del capital social".

"Las acciones sin derecho a voto no se computan para determinar el quórum de las juntas generales, pero ello no enerva su derecho de asistir con voz pero sin voto en tales juntas".

Artículo 6º.- Modifícase el artículo 95º de la Ley 26887 el cual quedará con el siguiente texto:

"La acción con derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos:

1. Participar en el reparto de utilidades y en el del patrimonio neto resultante de la liquidación. Existiendo utilidades distribuibles, la sociedad está obligada al reparto del dividendo, salvo exista justificadas razones para constituir reservas, capitalizarla o constituir otra cuenta transitoria patrimonial.
2. Intervenir y votar en las juntas generales o especiales, según corresponda;
3. Ser informado en la forma establecida en la ley, el estatuto y cuando exista legitimo interés del accionista respecto de la situación patrimonial, actividades y gestión de la sociedad;
4. Fiscalizar en la forma establecida en la ley y el estatuto, la gestión de los negocios sociales;
5. Impugnar los acuerdos contrarios a ley, a los estatutos y al interés social y en particular los que lesionen directa o indirectamente sus derechos individuales de accionista;
6. Ser preferido, con las excepciones y en la forma prevista en esta ley, para:
   a. La suscripción de acciones en caso de aumento del capital social y en los demás casos de colocación de acciones; y
   b. La suscripción de obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones; y,
7. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto."

Artículo 7º.- Modifícase el artículo 96 º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos:

1. Participar en el reparto de utilidades y en el del patrimonio neto resultante de la liquidación con la preferencia que se indica en el artículo 97;
2. Intervenir en las juntas generales con voz pero sin voto;
3. Intervenir y votar en las juntas especiales cuando afecten sus privilegios;
4. Ser informado en la forma establecida en la ley y el estatuto y cuando exista legitimo interés del accionista respecto de la situación patrimonial, de las actividades y gestión de la sociedad y cuando menos semestralmente;
5. Impugnar los acuerdos contrarios a ley, a los estatutos y al interés social y en particular los que lesionen sus derechos;
6. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto; y,
7. En caso de aumento de capital:
   a) A suscribir acciones con derecho a voto a prorrata de su participación en el capital, en el caso de que la junta general acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones con derecho a voto.
   b) A suscribir acciones con derecho a voto de manera proporcional y en el número necesario para mantener su participación en el capital, en el caso que la junta acuerde que el aumento incluye la creación de acciones sin derecho a

voto, pero en un número insuficiente para que los titulares de estas acciones conserven su participación en el capital.

c) A suscribir acciones sin derecho a voto a prorrata de su participación en el capital en los casos de aumento de capital en los que el acuerdo de la junta general no se limite a la creación de acciones con derecho a voto o en los casos en que se acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones sin derecho a voto.

d) A suscribir obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones, aplicándose las reglas de los literales anteriores según corresponda a la respectiva emisión de las obligaciones o títulos convertibles".

Artículo 8º.- Modifícase el artículo 97 º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

Las acciones sin derecho a voto dan a sus titulares el derecho a percibir el dividendo preferencial que establezca el estatuto.
Existiendo utilidades distribuibles, la sociedad está obligada al reparto del dividendo preferencial a que se refiere el párrafo anterior, así existan justificadas razones para constituir reservas o capitalizarla.
En caso de liquidación de la sociedad, las acciones sin derecho a voto confieren a su titular el derecho a obtener el reembolso del valor nominal de sus acciones, descontando los correspondientes dividendos pasivos, antes de que se pague el valor nominal de las demás acciones.
Las preferencias no podrán relegar los beneficios que corresponda a las demás clases de acciones ni exonerar su responsabilidad por las pérdidas.

Artículo 9º.- Modifícase el segundo y tercer párrafo del artículo 101º de la Ley 26887 los cuales quedarán con el siguiente texto:

"Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones son de observancia obligatoria para la sociedad cuando estén contempladas en el pacto social, en el estatuto o se originen en convenios entre accionistas o entre accionistas y terceros, que hayan sido notificados a la sociedad. Las limitaciones se anotarán en la matrícula de acciones y en el respectivo certificado. Cuando la limitación de la transferencia consista en una cláusula de consentimiento y exista silencio de la sociedad, se considerará autorizada si transcurriese un plazo de sesenta días desde la presentación de la solicitud, sin pronunciamiento por escrito al respecto y debidamente notificada al accionista. En el caso de denegatoria, la sociedad estará obligada a adquirirla en el precio y condiciones ofertas. En todo lo no estipulado en el Estatuto y en el presente artículo, se aplicará supletoriamente el artículo 238 de la presente Ley.
Cuando así lo establezca el pacto social o el estatuto o lo convenga el titular de las acciones correspondientes mediante pactos con otros accionistas o con terceros, es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o de otra manera afectar acciones, siempre que medie justificadas y legítimas razones para efectuarlo.
Igualmente es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o afectar acciones, adoptada mediante acuerdo de la junta general, en cuyo caso sólo alcanza a las acciones de quienes han votado a favor del acuerdo, debiendo en el mismo acto separarse dichas acciones en una o más clases, sin que rijan en este caso los requisitos de la ley o del estatuto para la modificación del estatuto".

Artículo 10º.- Modifícase el primer párrafo del artículo 103º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Cuando lo establezca la escritura pública de constitución o lo acuerde la junta general con el voto favorable de accionistas que representen la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto, la sociedad puede otorgar a terceros o a ciertos accionistas la opción de suscribir nuevas acciones en determinados plazos, términos y condiciones. En el caso que el patrimonio neto sea igual o inferior que el capital social se requerirá el acuerdo de la mayoría absoluta del capital social. El plazo de la opción no excede de dos años."

Artículo 11º.- Modifícase el segundo párrafo del artículo 107º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

.

"Puede pactarse que también correspondan al usufructuario la entrega de acciones de propia emisión que toquen al propietario durante el plazo del usufructo".

Artículo 12º.- Modifícase el segundo párrafo del artículo 121º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Los titulares de acciones sin derecho a voto, los directores y el gerente general que no sean accionistas pueden asistir a la junta general con voz pero sin voto".

Artículo 13º.- Modifícase la parte final del último párrafo del artículo 122º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"... Lo dispuesto en este párrafo no será de aplicación en los siguientes casos: otorgamiento de poderes irrevocables, la existencia de pactos expresos entre accionistas debidamente comunicados por escrito a la sociedad, o en otros casos permitidos por la ley."

Artículo 14º.- Adiciónese como párrafo final del artículo 130º de la Ley 26887 el siguiente texto:

"La sociedad debe proporcionar la información que el accionista le solicite, fuera de junta, sobre su situación económica, legal y financiera, siempre y cuando el accionista justifique la existencia de un legítimo interés y asuma los costos que irrogue, con la excepción mencionada en el párrafo anterior".

Artículo 15º.- Modifícase el primer párrafo del artículo 132º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Cuando existan diversas clases de acciones, incluido las acciones sin derecho de voto, los acuerdos de la junta general que afecten los derechos particulares de cualquiera de ellas deben ser aprobados en sesión separada por la junta especial de accionistas de la clase afectada".

Artículo 16º.- Modifícase el primer párrafo del artículo 139º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

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

por interés de la sociedad a la maximización de las utilidades y beneficios para proporcionar la mayor rentabilidad mediata o inmediata a los accionistas. Los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil, también serán impugnables en los plazos y formas que señala la ley.

Artículo 17º.- Modifícase el párrafo final del artículo 140º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:
"En los casos de acciones sin derecho a voto, la impugnación también podrá ser interpuesta respecto de acuerdos que afecten los derechos especiales de los titulares de dichas acciones"

Artículo 18º.- Modifícase el artículo 144º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:
"En el caso de transferencia voluntaria, parcial o total, de las acciones de propiedad del accionista demandante procederá la sucesión procesal prevista en el inciso 3 del artículo 108 del Código Procesal Civil"

Artículo 19º.- Modifícase el artículo 200º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:
La adopción de los acuerdos que se indican a continuación, concede el derecho a separarse de la sociedad:
1. El cambio del objeto social; 2. El traslado del domicilio al extranjero; 3. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o cuando la modificación de las existentes hiciere más gravosa la limitación de la transmisibilidad de las acciones; 4. El cambio en la política de dividendos, 5. La exclusión del derecho de suscripción preferente de acciones en caso de aumento de capital mediante nuevos aportes; y, 6. En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto.
El estatuto podrá establecer como causales de separación, entre otras: la pérdida de liquidez de la inversión; la ausencia de reparto de un dividendo mínimo por ejercicio; la simple ampliación del objeto social; el cambio de domicilio dentro del territorio nacional; la reducción del número de socios; la modificación de ciertos preceptos estatutarios; la supresión de sucursales; la venta de todos o parte de ciertos activos sociales; las negativas reiteradas a la autorización para transmitir la cuota social; el agotamiento de una patente; la dominación por un grupo; la pérdida de una concesión administrativa; el abandono por algún socio de la sociedad; y la renuncia o destitución de algún como administrador; esta relación es enunciativa y no taxativa
Sólo pueden ejercer el derecho de separación los accionistas que en la junta hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes, los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto y los titulares de acciones sin derecho a voto.
Aquellos acuerdos que den lugar al derecho de separación deben ser publicados por la sociedad, por una sola vez, dentro de los diez días siguientes a su adopción, salvo aquellos casos en que la ley señale otro requisito de publicación.
El derecho de separación se ejerce mediante carta notarial entregada a la sociedad hasta el décimo día siguiente a la fecha de publicación del aviso a que alude el acápite anterior.
Las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación se reembolsan al valor que acuerden el accionista y la sociedad. De no haber acuerdo, las acciones que tengan cotización en Bolsa se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre. Si no tuvieran cotización, al valor en libros al último día del mes

anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación. El valor en libros es el que resulte de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones.

El valor fijado acordado no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación que corresponde según lo indicado en el párrafo anterior.
La sociedad debe efectuar el reembolso del valor de las acciones en un plazo que no excederá de dos meses contados a partir de la fecha del ejercicio del derecho de separación o, en caso de que los acreedores se hubieran opuesto, será exigible a partir del momento en que quede firme la resolución judicial o se hayan prestado las garantías necesarias. La sociedad pagará los intereses compensatorios devengados entre la fecha del ejercicio del derecho de separación y el día del pago, los mismos que serán calculados utilizando la tasa más alta permitida por ley para los créditos entre personas ajenas al sistema financiero. Vencido dicho plazo, el importe del reembolso devengará adicionalmente intereses moratorios.

Si el reembolso indicado en el párrafo anterior pusiese en peligro la estabilidad de la empresa o la sociedad no estuviese en posibilidad de realizarlo, se efectuará en los plazos y forma de pago que determine el juez a solicitud de ésta, por el proceso sumarísimo.
Es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio.
Cuando producto de una OPA (Oferta Pública de Adquisición) el ofertante haya adquirido mas del 90% de las acciones representativas del capital social se encuentra obligado a mantener su oferta para adquirir el resto de las acciones; asimismo, existirá obligación de adquirir las acciones de titulares minoritarios, cuando el accionista mayoritario sea una sociedad controlante que forme parte de un grupo económico que pudiese dañar, por la dirección unitaria, el interés de los accionistas minoritarios; en estos casos el accionista afectado puede optar entre ejercer el derecho de separación o transferir sus acciones; pudiéndose sustituir a la sociedad los accionistas obligados a adquirir tales acciones."

Artículo 20º.- Modifícase el artículo 207º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:
En el aumento de capital por nuevos aportes, los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir, a prorrata de su participación accionaria, las acciones que se creen. Este derecho es transferible mediante la disposición del certificado de suscripción preferente o en su defecto mediante la cesión de derechos.
No pueden ejercer este derecho los accionistas que se encuentren en mora en el pago de los dividendos pasivos, y sus acciones no se computarán para establecer la prorrata de participación en el derecho de preferencia.
No existe derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por conversión de obligaciones en acciones, en los casos de los artículos 103 y 259, en los casos de reorganización de sociedades establecidos en la presente ley, en los casos que el accionista acepte una compensación por la dilución del valor de sus acciones, en los casos que se haya incluido en los estatutos como causal de separación el aumento de capital mediante nuevos aportes, y en el caso que el patrimonio neto sea inferior al capital social cuando su finalidad sea el saneamiento patrimonial.

Artículo 21º.- Modifícase el primer y segundo párrafo del artículo 208º de la Ley 26887, que quedarán con el siguiente texto:

"El derecho de preferencia se ejerce en por lo menos dos ruedas. En la primera, el accionista tiene derecho a suscribir las nuevas acciones, a prorrata de sus tenencias a la fecha que se establezca en el acuerdo. Si quedan acciones sin suscribir, la sociedad colocará mediante oferta a terceros o subasta pública tales acciones. En el caso que las acciones sean colocadas con prima o el patrimonio neto sea igual o inferior al capital social, quienes han intervenido en la primera rueda pueden suscribir, en segunda rueda, las acciones restantes a prorrata de su participación accionaria, considerando en ella las acciones que hubieran suscrito en la primera rueda.

La junta general o, en su caso, el directorio, establecen el procedimiento que debe seguirse para el caso que queden acciones sin suscribir luego de terminada las ruedas."

Artículo 22º.- Adiciónese como párrafo final del artículo 208º de la Ley 26887 el siguiente texto:

"Estas disposiciones se aplicarán en lo que fuese pertinente cuando la sociedad no haya incorporado el derecho de preferencia en certificados y el accionista transfiera este derecho mediante cesión de derechos."

Artículo 23º.- Modifícase el artículo 224º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"A partir del día siguiente de la publicación de la convocatoria a la junta general, cualquier accionista puede obtener en las oficinas de la sociedad, en forma gratuita, copias de los documentos a que se refieren los artículos anteriores. Fuera de la junta, el derecho de información deberá ejercerse de conformidad con el párrafo tercero del artículo 130".

Artículo 24º.- Modifícase el artículo 226º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"La sociedad anónima se encuentra obligada a tener Auditoria externa anual, salvo que el pacto social o el estatuto disponga que la sociedad anónima no tenga auditoria externa anual; en este caso, no tendrá efecto si el 10% de las acciones suscritas con derecho a voto solicitan que se observe la obligatoriedad de tener Auditoria externa anual.

Las sociedades sometidas a auditoria externa anual, nombrarán a sus auditores externos anualmente.

El informe de los auditores se presentará a la junta general conjuntamente con los estados financieros, bajo sanción de nulidad".

Artículo 25º.- Modifícase el párrafo final del artículo 227º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"En las mismas condiciones se realizarán revisiones e investigaciones especiales, sobre aspectos concretos de la gestión o de las cuentas de la sociedad que señalen los solicitantes y con relación a materias relativas a los últimos estados financieros. Este derecho puede ser ejercido, inclusive, en aquellas sociedades que cuenten con auditoria externa permanente y también por los titulares de las acciones sin derecho a voto. Los gastos que originen estas revisiones son de cargo de los solicitantes, salvo que éstos representen más de un 10% del capital pagado de la sociedad, caso en el cual los gastos serán de cargo de ésta última."

Artículo 26º.- Modifícase el numeral 3 del artículo 230º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"3. Es válida la distribución de dividendos a cuenta, salvo para aquellas sociedades para las que existe prohibición legal expresa. En el caso que al cierre del ejercicio no arroje utilidades, el accionista se encuentra obligado a devolverlos en los montos y plazos que acuerde la junta general, no pudiendo superar el cierre del ejercicio siguiente"

Artículo 27º.- Modifícase el artículo 231º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Es obligatoria la distribución de dividendos en dinero hasta por un monto igual a la mitad de la utilidad distribuible de cada ejercicio, luego de detraído el monto que debe aplicarse a la reserva legal, salvo exista justificadas razones que deberán estar técnicamente sustentados en la memoria del directorio y aprobado por la junta general; esta excepción no es aplicable si así lo solicitan accionistas que representen cuando menos el veinte por ciento del total de las acciones suscritas con derecho a voto. Esta obligación se refiere a las utilidades del ejercicio económico inmediato anterior.

El derecho de solicitar la inaplicación de la excepción al reparto de dividendos no puede ser ejercido por los titulares de acciones que estén sujetas a régimen especial sobre dividendos."

Artículo 28º.- Modifícase el numeral 1 del artículo 259º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"1. Que el acuerdo haya sido adoptado en la forma, con el quórum y mayoría establecidas en el artículo 257, salvo que sus acciones no hayan sido objeto de negociación en el último trimestre en el mercado de valores; y,"

Artículo 29º.- Modifícase el primer párrafo y el párrafo final del artículo 237º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Las acciones son libremente negociables, sin embargo el estatuto puede estipular que el accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes, para que dentro del plazo de treinta días puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital".

(...)

"El estatuto podrá establecer otros pactos, plazos y condiciones para la transmisión de las acciones y su valuación".

Artículo 30º.- Derógase el artículo 240º de la Ley 26887.

Artículo 31º.- Adiciónese como párrafo final del artículo 261º de la Ley 26887 el siguiente texto:

"Lo estipulado en los párrafos precedentes se aplicará sin perjuicio del derecho individual del accionista señalado en el tercer párrafo del artículo 130."

Artículo 32º.- Modifícase el párrafo cuarto del artículo 413º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:

"Desde el acuerdo de disolución cesa la representación de los directores, administradores, gerentes y representantes en general, asumiendo los liquidadores las

funciones que les corresponden conforme a ley, al estatuto, al pacto social y a los acuerdos de la junta general."

Artículo 33º.- Modifícase el primer párrafo del artículo 414º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:
"La junta general, los socios o, en su caso, el juez designa a los liquidadores y, en su caso, a sus respectivos suplentes al declarar la disolución, salvo que el estatuto o el pacto social hubiesen hecho la designación o que la ley disponga otra cosa. El número de liquidadores debe ser impar".

Artículo 34º.- Modifícase el numeral 2 del artículo 420º de la Ley 26887, el cual quedará con el siguiente texto:
"2. Si todas las acciones o participaciones sociales no se hubiesen integrado al capital social en la misma proporción, el haber social se distribuirá entre los socios en proporción a su participación en el capital pagado."

Exposición de Motivos de Ley modificatoria de la Ley General de Sociedades

Existe en la mayoría de empresas del país y en especial a las organizadas como sociedades anónimas, la falta del equilibrio financiero en la marcha de sus negocios, por que los empresarios no diferencian el financiamiento mediante préstamos comerciales y el financiamiento mediante emisión de acciones. Como es de conocimiento académico, que los préstamos comerciales deben ser retribuidos en forma fija con los intereses y la devolución o amortización del capital, así existan ganancias o pérdidas, mientras que a los accionistas se les debe retribuir sólo cuando existan utilidades y se acuerde el reparto de éstas en junta general.

En la concepción de los accionistas mayoritarios y administradores de las empresas oriundas del país se tienen como opción residual al financiamiento de sus proyectos de inversión mediante la emisión de acciones, pues, se resisten a imaginar que a sus organizaciones corporativas ingresen como accionistas personas que no sean de su entorno familiar, existiendo el carácter familiar de estas sociedades. Tal concepción se manifiesta en el temor de dar información y en el pánico a perder el control de la empresa, ésta es considerada de tradición familiar. La consecuencia económica de dicha concepción es la baja capitalización de las empresas que se origina cuando financian el inicio sus operaciones o su expansión, efectuándolo, en proporciones exageradas, mediante créditos bancarios u otros créditos. El costo de tal financiamiento ha ocasionado la crisis e inclusive su salida del mercado mediante procesos de liquidación de muchas sociedades anónimas. Mediante este comportamiento, se dificulta la obtención de capitales, o sea crecer. En el mundo actual, la empresa tiene que crecer o desaparecer.

La acción es el instrumento para reunir capital con el fin de realizar por medio de la sociedad emisora una actividad económica concreta (objeto social), es por ello que, la reforma de la Ley de Sociedades debe ser lo suficientemente protectora de los derechos económicos de los inversionistas, en este caso del accionista, y a su vez debe brindar confianza a los empresarios mediante un abanico de posibilidades para operar basados en su eficiencia, tendiendo las vías para fortalecer patrimonialmente a la sociedad

anónima mediante el financiamiento de su objeto social, al mas bajo costo, estando en posibilidad de proporcionar una rentabilidad competitiva.

A continuación exponemos los motivos de las modificaciones de la LGS.

El artículo 1 de la ley modificatoria, reforma el artículo 1 de la Ley 26887, insertando en la parte final el término "con la finalidad de participar en el reparto de utilidades y otros beneficios." En las Sociedades Anónimas, la regla es que el socio o accionista pretenda obtener beneficios económicos como fruto de la inversión efectuada; esta finalidad que ha sido el motivo determinante para iniciar el vínculo jurídico con la sociedad. Excepcionalmente, la necesidad de obtener lucro puede estar aparentemente ausente, como se podría apreciar en algunas entidades educativas, deportivas y otras, que adoptan la estructura societaria para mejorar su eficiencia, situación que las legislaciones pioneras al respecto están desconociendo tal excepción, volviendo a consagrar el "ánimo de lucro" como elemento esencial de la definición de sociedad.

El artículo 2 de la ley modificatoria introduce en último párrafo del artículo 39º de la Ley 26887, la prohibición de que "el pacto social o acuerdo social reserve injustificadamente el reparto de utilidades". El derecho de participación en los beneficios, en su manifestación como derecho abstracto busca proteger al accionista no solo contra cualquier posible acuerdo social que pretenda excluirle de la participación en los beneficios obtenidos por la empresa, sino contra la posible decisión injustificada de la junta de accionistas de no repartir los beneficios que se vayan obteniendo, reservándolos indefinidamente, pues de lo contrario este derecho se convertiría en un enunciado programático, no atractivo para el inversionista.

El artículo 3 de la ley modificatoria incluye en el artículo 51º de la Ley 26887, en primer lugar, con criterio instructivo, la exigencia de capital mínimo para la sociedad anónima; en segundo lugar, en concordancia con las normas tributarias existentes, la posibilidad de expresar el capital social en moneda extranjera y finalmente, la exigencia de una razonable relación entre el capital social y el objeto social. La sociedad anónima, es el mecanismo jurídico colector del ahorro público para convertirlo en inversión productiva, por ello su constitución se encuentra diseñada para inversiones de cierta envergadura, es por ello que es necesario establecer un capital mínimo y que exista una justificable relación entre el capital social u el objeto social; asimismo, buscando estimular al accionista, además del haz de derechos subjetivos que contiene la acción, como contrapartida al aporte, es posible que su inversión sea expresada en monedas más estables, como la legislación tributaria lo reconoce.

El artículo 4 de la ley modificatoria elimina del párrafo final del artículo 79º de la Ley 26887 el "pago de dividendos en acciones de propia emisión, pues el derecho al dividendo es un derecho de crédito que obliga a la sociedad a satisfacer al accionista la parte de ganancia correspondiente a las acciones que posea. El dividendo viene a ser la parte de los beneficios reales obtenidos por la sociedad anónima en uno o más periodos que la Junta General acuerda repartir a cada accionista en proporción al capital que hayan desembolsado, colocando al accionista en la posición de acreedor frente a la sociedad, cuyo efecto se traduce en la disminución del activo social de la sociedad y un aumento del patrimonio personal de los accionistas. Es preciso diferenciar el dividendo, que es una consecuencia natural de la inversión de capital y se acuerda mediante quórum simple y acuerdo de junta obligatoria, con la entrega de acciones producto de

las modalidades de modificación de estatutos, que requieren de quórum y mayorías calificadas, como son el aumento de capital por capitalización de utilidades, reservas y otras cuentas del patrimonio neto.

El artículo 5 de la ley modificatoria introduce en el artículo 94º de la Ley 26887, la regla que la creación de acciones sin derecho de voto solo es posible en las sociedades anónimas abierta y no superar la mitad del capital social; asimismo, agrega como expresión final "pero ello no enerva su derecho de asistir con voz pero sin voto en tales juntas". Ello se justifica en que el derecho de asistencia es una facultad protegible en si misma y desvinculado de la emisión del voto; en tal sentido, las normas que privan o suspenden el derecho de voto a los accionistas no debe afectar el derecho de asistencia del titular de las acciones sin derecho a voto. Aparte de la exclusión del derecho a voto estas acciones conservan los demás derechos de las ordinarias.

El artículo 6 de la ley modificatoria incluye en el incisos 1º, del artículo 95º de la Ley 26887 la expresión "Existiendo utilidades distribuibles, la sociedad está obligada al reparto del dividendo, salvo exista justificadas razones para constituir reservas, capitalizarla o constituir otra cuenta transitoria patrimonial".En la mayoría de empresas controladas por inversionistas nativos del Perú, las administraciones o los propios accionistas que la controlan, sin justificar en planes de expansión u otro de interés social, constituyen irrazonables reservas voluntarias, cuentas de utilidades sin distribuir o ejecutan constantes capitalizaciones, presentándose la falta de distribución sistemática de las utilidades, o sea dejándola sin rentabilidad. Por ello, se adopta mecanismos legales de protección del derecho que todo accionista tiene a participar en las utilidades. La constitución de reservas voluntarias, cuentas de utilidades no distribuidas o capitalización de las utilidades y/o beneficios, se deberá ejecutar dentro de criterios de razonabilidad.

El artículo 6 de la ley modificatoria inserta en el incisos 3º, del artículo 95º de la Ley 26887 el párrafo: "Ser informado en la forma establecida en la ley, el estatuto y cuando exista legitimo interés del accionista respecto de la situación patrimonial, actividades y gestión de la sociedad". Negarse a informar cuando exista legitimo interés del accionista, como en el caso de la negociación de sus acciones, sería una infracción a dicho derecho, ya que esperar que se le informe cuando se decida publicar la convocatoria para la realización de la Junta de Accionistas, eliminaría el carácter de "oportuna" de toda información reconocida señala la ley y atenta el deber de fidelidad que tienen los administradores para con los accionistas Por ello se incorpora como derecho fundamental del accionista el derecho de información, el cual puede ejercerlo tanto con ocasión de la realización de la Junta General o cuando exista legítimo interés, como por ejemplo, para transferir sus acciones.

El artículo 6 de la ley modificatoria incorpora en el incisos 5º, del artículo 95º de la Ley 26887 la expresión "Impugnar los acuerdos contrarios a ley, a los estatutos y al interés social y en particular los que lesionen directa o indirectamente sus derechos individuales de accionista"; el derecho de impugnación no es un privilegio de los titulares de acciones sin derecho de voto, como lo señala el artículo 96 de la Ley, por lo que no existe justificación para no incluirlo como uno de los derechos fundamentales del accionista.

El artículo 7 de la ley modificatoria introduce en el inciso 2º, del artículo 96º de la Ley 26887, como derecho del titular de la acción sin derecho a voto, el derecho de "Intervenir en las juntas generales con voz pero sin voto", complementando el artículo 94 de la LGS.

En el referido artículo 7 de la ley modificatoria inserta en el inciso 3º, del artículo 96º de la Ley 26887, como derecho del titular de la acción sin derecho a voto, el derecho de "Intervenir y votar en las juntas especiales cuando afecten sus privilegios", complementando el artículo 132 de la LGS.

En la norma antes mencionada de la ley modificatoria agrega en el inciso 4º, del artículo 96º de la Ley 26887, al derecho de información del titular de la acción sin derecho a voto, la expresión "... y cuando exista legitimo interés del accionista", fundamentado en que la información que no es oportuna, deja de ser información para transformarse en un mero dato histórico..

El mencionado artículo 7 de la ley modificatoria añade en el inciso 5º, del artículo 96º de la Ley 26887, al derecho de impugnación del titular de la acción sin derecho a voto, la expresión "Impugnar los acuerdos contrarios a ley, a los estatutos y al interés social..." ya que la junta que nace con vicio de nulidad o contrario a la ley, estatuto o interés social debe ser objetado por cualquier accionista que no haya participado en el acuerdo.

El artículo 8 de la ley modificatoria agrega al artículo 97º de la Ley 26887, el siguiente párrafo: "Las preferencias no podrán relegar los beneficios que corresponda a las demás clases de acciones ni exonerar su responsabilidad por las pérdidas". Los privilegios o preferencias, contenidas en las "acciones preferenciales", no pueden hacer ilusorios los derechos económicos de los accionistas ordinarios, por lo que habrá de reputarse inadmisible e ilegítimo todo acto que excluya a cualquier accionista de participar en el reparto de las utilidades. De igual modo, en caso que el "haber social" sea menor que el capital social, las acciones sin voto (privilegiadas), podrán recibir una cuota mayor pero no podrán absorber todo el patrimonio repartible. No se puede privar a ningún accionista del derecho a participar en la cuota de liquidación ni exonerarlos de participar en las pérdidas.

El artículo 9º de la presente ley modifica el segundo y tercer párrafo del artículo 101º de la Ley 26887 en el sentido que las cláusulas estatutarias limitativas de la libre transmisibilidad de acciones no deben excederse de una mera y justificada limitación de la misma. Respecto al silencio de la sociedad, en el caso de cláusulas de consentimiento o aprobación de la transmisibilidad de las acciones, se deberá considerar la autorización como concedida, si transcurre un plazo razonable desde la presentación de la solicitud sin que la sociedad haya contestado. Por otro lado, las cláusulas estatutarias y voluntarias de inalienabilidad de las acciones, requieren la necesidad de un interés serio y legítimo, asimismo, que tal inalienabilidad debe ser solamente temporal.

El artículo 10º de esta ley modifica el primer párrafo del artículo 103º de la Ley 26887, en el significado que se trata de flexibilizar las causales de exclusión del derecho de suscripción preferente mediante el otorgamiento de la opción de suscribir acciones a terceros o a ciertos accionistas, cuando lo acuerde la junta general, que debe requerir el

voto favorable de accionistas que representen una mayoría calificada solo cuando el patrimonio neto sea igual o inferior que el capital social.

El artículo 11º modifica el segundo párrafo del artículo 107º de la Ley 26887 diferenciando el dividendo con la distribución de acciones como consecuencia del aumento de capital por capitalización de utilidades, reservas y otras cuentas del patrimonio neto.

Debido al reconocimiento del derecho de asistencia como una facultad protegible en si misma y desvinculada de la emisión del voto, el artículo 12º modifica el segundo párrafo del artículo 121º de la Ley 26887, estableciendo que los titulares de acciones sin derecho a voto pueden asistir a la junta general con voz pero sin voto.

En caso de existir pacto de sindicación y el nombramiento del sindico puesto en conocimiento de la sociedad, la asistencia personal del representado, en este caso el sindicado, a la junta general, no producirá la revocación del poder conferido al representante o sindico. Es por ello que el artículo 13 de la presente ley, modifica el párrafo final del artículo 122º de la Ley 26887 prescribiendo que no podrá revocarse el otorgamiento de representación emanado de pactos expresos entre accionistas debidamente comunicados por escrito a la sociedad

Los administradores se encuentran obligados a proporcionar, a los accionistas, las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley determine respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad, ello implica que a estas fuentes de información, los accionistas deben tener acceso a la información no solo con ocasión de la realización de la Junta, sino cuando lo requiera su legítimo interés, por ejemplo para ejercer el derecho de negociar sus acciones. Negarse a informar cuando exista legitimo interés del accionista, como en el caso de la negociación de sus acciones, sería una infracción a dicho derecho, ya que esperar que se le informe cuando se decida publicar la convocatoria para la realización de alguna Junta de Accionistas, eliminaría el carácter de "oportuna" de toda información y atenta los deberes de fidelidad que tienen los administradores para con los accionistas Por ello, además de haberse incorporado en el artículo 95 como derecho fundamental del accionista, el artículo 14º de la presente ley modificatoria, adiciona como párrafo final del artículo 130º de la Ley 26887 la posibilidad de ejercer dicho derecho, no solo con ocasión de la realización de la Junta General sino cuando exista legítimo interés, como por ejemplo, para transferir sus acciones.

Ratificando el carácter de acciones privilegiadas de las acciones sin derecho a voto, el artículo 15º de la presente ley, modifica el primer párrafo del artículo 132º de la Ley 26887, reconociéndoles un derecho especial de voto en la junta especial de accionistas, cuando los acuerdos de la junta general afecten sus derechos particulares.

Siendo necesario definir el interés social, para ejercer adecuadamente el derecho de impugnación, el artículo 16º de esta ley modifica el primer párrafo del artículo 139º de la Ley 26887, definiendo el interés de la sociedad como "la maximización de las utilidades y beneficios para proporcionar la mayor rentabilidad mediata o inmediata a los accionistas".

Siendo inexplicable que al accionista titular de acciones sin derecho a voto sólo se le legitime para impugnar los acuerdos sociales que afecten sus privilegios el artículo 17 de esta ley, modifica el párrafo final del artículo 140º de la Ley 26887, pudiendo ejercer su ejercicio de impugnación en situaciones similares a las acciones ordinarias.

No existiendo justificación satisfactoria que impida transferir el derecho a impugnar junto con el título representativo de la acción, se reconoce el instituto desarrollado por el derecho procesal denominado sucesión procesal, por lo que el artículo 18º de la ley, modifica el artículo 144º de la Ley 26887 en ese sentido

El Artículo 19º de la ley modifica el artículo 200º de la Ley 26887 en los siguientes aspectos: Precisa que la aplicación del derecho de separación se presentará como causal en el caso que injustificadamente se hiciere más gravosa la limitación a la libre trasmisibilidad de las acciones; establece como causales tipificadas en la ley que originan el derecho de separación unas que, económicamente considerados, tienen gran importancia como el cambio en la política de dividendos y la exclusión del derecho de suscripción; respecto a esta última causal, el accionista que se ve privado del derecho de suscripción preferente debe tener el derecho de separación, dándole la posibilidad de abandonar la sociedad sin experimentar un desmedro patrimonial en su cuota de participación. Con criterio pedagógico se enuncia que las causas de separación que pueden constar serían: La pérdida de liquidez de la inversión; cuando algún socio alcanza un porcentaje muy alto del capital social que puede comportar una correlativa pérdida de liquidez de la inversión realizada por el minoritario; la ausencia de reparto de un dividendo mínimo por ejercicio; la simple ampliación del objeto social; el cambio de domicilio dentro del territorio nacional; la reducción del número de socios; la exclusión del derecho de preferencia en las emisiones de nuevas participaciones modificación de ciertos preceptos estatutarios; la supresión de sucursales; la venta de todos o parte de ciertos activos sociales; las negativas reiteradas a la autorización para transmitir la cuota social; el agotamiento de una patente; la dominación por un grupo; la pérdida de una concesión administrativa; el abandono por algún socio de la sociedad; la renuncia o destitución de algún como administrador; siendo tal relación enunciativa y no taxativa. Respecto al momento a partir del cual es exigible la cuota de separación, esta no queda al arbitrio de la sociedad; por ello, se permite a los interesados exigir su satisfacción desde un plazo que se compute desde la fecha del ejercicio del derecho de separación, o en el caso que los acuerdos hubiesen sido objeto de oposición, a partir del momento en que quede consentida o ejecutoriada la resolución que declara infundada la oposición, o se hayan prestado las necesarias garantías. Se enuncia algunos medios alternativos al derecho de separación: la imposición a quien mediante una oferta pública de adquisición (OPA) se ha convertido en socio mayoritario por haber alcanzado el 90 por 100 de las acciones o de una de sus clases, a extender de dicha oferta a los socios minoritarios que no se hubieses adherido a la primera; asimismo, reconocer a los socios minoritarios el derecho de abandonar la sociedad controlada exigiendo que les sea adquirida su cuota social ante la posibilidad de que el interés de dichos socios pudiese verse dañado por la dirección económica unitaria ejercida por la sociedad "controlante" que forme parte de un grupo económico.

A pesar que la función del derecho de suscripción preferente, es evitar el mencionado aguamiento de la participación social y el mantenimiento del "status quo" de los accionistas, no es suficiente protección del accionista frente a las acciones dolosas de los accionistas que ejercen el control de la sociedad cuya finalidad es modificar la estructura

accionarial en perjuicio de los accionistas reduciendo su participación, pues aprovechan la dificultad del acceso al mercado de capitales para colocar el título que contiene el derecho de suscripción preferente, generando la indefensión del accionista cuando éste no dispone de suficientes recursos para suscribir las nuevas acciones o, simplemente, no desea realizar dicha inversión; es por ello, que El artículo 20 modifica el artículo 207º de la Ley 26887, disponiendo que este derecho pueda ser transferible también mediante la cesión de derechos y se incorpora como causal de la exclusión del derecho de suscripción preferente, cuando se compensa a los accionistas por la dilución de sus acciones y cuando el patrimonio neto de la sociedad sea inferior al capital social y la empresa requiera saneamiento patrimonial. El Artículo 21 al modificar el artículo 208º de la Ley 26887 establece la posibilidad de que tal derecho vaya acompañado con otras medidas compatibles como la acumulación de la prima con el derecho de suscripción, que otorga una plena protección al accionista y supera las limitaciones tanto de la prima, como del derecho de suscripción preferente; asimismo que el derecho de acrecer, por quebrantar el principio de proporcionalidad, deberá ejercitarse en casos se acumule el derecho de suscripción preferente con el pago de una prima o cuando el patrimonio neto sea inferior al capital social. Finalmente, al permitir que, por el débil desarrollo del mercado de valores en el país, no existiendo un mercado eficiente para transferir los Certificados de Suscripción Preferente, la transferencia de este derecho pueda ejercerse mediante cesión de derechos, el Artículo 22 adiciona como párrafo final del artículo 208º de la Ley 26887, que las disposiciones del ejercicio del derecho de suscripción preferente se aplicarán en lo que fuese pertinente cuando la sociedad no haya incorporado el derecho de preferencia en certificados y el accionista transfiera este derecho mediante cesión de derechos.

En concordancia con el párrafo tercero del artículo 130 de la LGS, el Artículo 23º de la presente ley, modifica el artículo 224º de la LGS, estableciendo una norma de remisión para el caso del ejercicio del derecho de información fuera de la junta.

El derecho de los accionistas a exigir que los Estados Financieros y la Memoria anual del Directorio sean sometidos a examen de auditoria, en la legislación peruana, ha requerido un elevado porcentaje de participación accionaría para que tales accionistas estén legitimados a exigirlo, es por ello que el artículo 24 de la ley modifica el artículo 226º de la Ley 26887 estableciendo como obligación general de toda sociedad anónima de someter sus Estados financieros a examen de auditoria, salvo el estatuto establezca lo contrario, en este caso será obligatorio si lo solicitan el 10% de las acciones con derecho a voto; asimismo, se establece como causal de nulidad de los acuerdos sociales cuya aprobación de los Estados Financieros no sea sometida previamente a examen de auditoria, y esta opinión no se encuentre a disponibilidad de los accionistas a partir de la convocatoria a junta general.

El porcentaje mencionado en el artículo 226 de la LGS, el Artículo 25 de la ley que modifica el párrafo final del artículo 227º de la Ley 26887 establece para que la sociedad asuma los gastos de las Auditorias Especiales.

El llamado dividendo a cuenta tiene como fuente a las ganancias producidas durante el ejercicio económico que todavía se encuentra en curso al tiempo de la distribución, pero esas cantidades no tienen el carácter de beneficio del ejercicio actual, ya que todavía no existe, sino, tienen la calidad de ser un crédito con cargo a las utilidades que arroje el ejercicio. Por ello, el Artículo 26 de la ley, modifica el numeral 3 del artículo 230º de la

Ley 26887, prescribiendo que en el caso que al cierre del ejercicio la sociedad no arroje utilidades, los accionistas están obligados a devolverlo.

Con la finalidad que el derecho de participación en los beneficios no se convierta en un enunciado programático, no atractivo para el inversionista, el artículo 27º de la ley modifícase el artículo 231º de la Ley 26887, disponiendo la obligatoriedad de la distribución de dividendos en dinero, salvo exista justificadas razones que deberán estar técnicamente sustentados en la memoria del directorio y aprobado por la junta general.

Buscando la flexibilidad para que la Sociedad Anónima Abierta pueda excluir el derecho de suscripción preferente, ya que se supone que sus acciones se negocian en un mercado organizado, el artículo 28º modifica el numeral 1 del artículo 259º de la Ley 26887 exigiendo solamente los requisitos formales, del quórum y acuerdos requeridos para la modificación de Estatutos, salvo que sus acciones no hayan sido materia de negociación en el último trimestre en el mercado de valores.

Sustentados en el carácter de libre negociabilidad de las acciones, el artículo 29º de la ley modifica el primer párrafo y el párrafo final del artículo 237º de la Ley 26887 determinando que el derecho de adquisición preferente del accionista de una S.A.C. solo debe originarse en cláusulas estatutarias o por convenio entre socios, pero no por ley.

Cautelando el derecho sucesorio de los descendientes y demás sucesores del accionista fallecido de una S.A.C. el Artículo 30º de la ley deroga el artículo 240º de la Ley 26887, suprimiendo la posibilidad de establecer estatutariamente, la transferencia forzosa de las acciones del mencionado accionista fallecido.

En concordancia con el párrafo tercero del artículo 130 de la LGS el Artículo 31º de la ley, Adiciona como párrafo final del artículo 261º de la Ley 26887, una norma de remisión para el caso del ejercicio del derecho de información fuera de la junta.

El contrato de sindicación de accionistas no puede convertirse en pacto social, aunque se admita que adicionalmente pueda incorporarse al estatuto con fines de publicidad y oponibilidad a terceros. Los mencionados convenios tienen independencia del pacto social, y su inscripción en el Registro puede efectuarse aún después de inscrita la escritura publica de constitución. El reconocimiento por sociedad del pacto de sindicación no significa que tales acuerdos obliguen a otros accionistas que tienen vínculos ajenos al convenio de sindicación, ni a la sociedad, esto significa, simplemente, que tales acuerdos le son oponibles o sea que deben tener presente su existencia y hacerlo respetar a los accionistas vinculados, salvo que hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, en tal caso prevalecerán estos últimos, pero siempre el contrato de sindicación tendrá efecto vinculante entre quienes lo celebraron. Por ello, el artículo 32 de la ley modifica el párrafo cuarto del artículo 413º de la Ley 26887 suprimiendo la posibilidad que los convenios entre accionistas regulen el ejercicio de las funciones de los liquidadores; de igual modo, el artículo 33º de la presente ley modifica el primer párrafo del artículo 414º de la Ley 26887 suprimiendo la posibilidad que los convenios entre accionistas designe los liquidadores.

Respecto a la cuota de liquidación, se puede afirmar que el reparto proporcional al valor nominal de los títulos será equitativo cuando las acciones estén desembolsando en la misma medida o proporción; las dificultades se presentan cuando tales acciones están

desembolsadas en distinta medida, por lo que Artículo 34 de la presente ley, modifícando el numeral 2 del artículo 420º de la Ley 26887, dispone que el "haber social" se distribuirá entre los accionistas en proporción a su participación en el capital pagado.

BIBLIOGRAFIA

1. ALZAMORA VÁLDEZ, Mario. Derecho Procesal Civil. Teoría General del Proceso. Sexta Edición. Lima-Perú 1975 . Edit. SESATOR.
2. ANAYA FRANCO, Eduardo. Los Grupos de Poder Económico. Editorial Horizonte Lima 1990.
3. ARECHA, Martín Y GARCÍA CUERVA, Hector. "Sociedades Comerciales. 2da Edición, 4a. reimpresión, Ediciones DEPALMA, Buenos Aires. 1983".
4. ASCARELLI, Tullio. Sociedades y Asociaciones Comerciales. Ediar S.A. Editores. Buenos Aires. 1947.
5. BARDELLA, Gianfranco. Apuntes de Técnica Bancaria. IPAE.
6. BARDELLA, Gianfranco. Mesa redonda "Banca y Bolsa" Revista del Instituto Peruano de Desarrollo Bancario. Vol. II Nº 2. Diciembre de 1978.
7. BARREIRO, Rafael F. Meditaciones Acerca del Objeto Social. http://www.societario.com/revista/1/doctrinaframe.htm
8. BARRETO QUINECHE, Percy. Mercado de Capitales va madurando. "El Peruano". 20/05/95
9. BENAVIDES GONZALES, Javier. Titulización de Activos. Revista Themis No. 40
10. BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. "Comentarios a la nueva Ley General de Sociedades". Gaceta Jurídica Editores. Lima-Perú. 1998.
11. BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. "Derecho Comercial y Reestructuración Empresarial". Editorial Alternativas. Lima-Perú. 1994.
12. BOGGIANO, Antonio. "Sociedades y Grupos Multinacionales". Edic. Depalma. Buenos Aires 1985.
13. BOLOÑA BEHR, Carlos. "Cambio de Rumbo". Instituto de Economía de Libre Mercado San Ignacio de Loyola" gráficos bíblos S.A Lima Perú 1993
14. BOLOÑA BEHR, Carlos. Lecciones de Economía. IELM-SIL. Lima 1999.
15. BOLSA DE VALORES DE LIMA. "La Ley de Sociedades Mercantiles y la Protección del Inversionista". Diciembre de 1982.
16. BOTELLA DORPA, Antonio: España.Restructuración Empresarial: OPAs y procesos de fusión y escisión. valores.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV. Año VII Nº 21. Abril-1996.Págs. 25 y 26.
17. BROSETA PONT, Manuel. Manual de Derecho Mercantil. Editorial Tecnos. Madrid, 1983
18. CAIPO, Oscar. (KPMG). Impuesto a la renta no incentiva el ahorro interno ni el empleo. GESTION. 22/05/98.
19. CALLE FIOCCO, José Manuel. "Sociedad Anónima Abierta y Sociedad de Accionariado Difundido". Revista Peruana de Derecho de la Empresa. Sociedades y Mercado de Valores. ASESORANDINA S.R.LTDA. Noviembre, 1994.
20. CASTILLO, Luciano. Economía Moderna. Tercera Edición. Lima 1993. Ediciones Pirhua.
21. CASTLE, Percy. La reserva Legal. Gestión del 27.02.98
22. CHAVEZ ALVAREZ, Jorge. "El Estado de confianza y la Ley de Mercado de Valores". "El Comercio" del 01/10/96.
23. CONASEV. Terminología Bursátil
24. CORNEJO GUERRERO, Carlos. El sindicato de Bloque de Acciones. Cultural Cuzco Editores. Lima, 1997.
25. DAVILA CÁCERES, Boris - Entrevista a Gonzalo Galdós Jiménez. GESTION, 6/12/96
26. DAVIS, Arturo. Estudios de Derecho Comercial. Editora Jurídica de Chile. Santiago de Chile, 1959.
27. DE LA PUENTE WIESSE, Susana. Mercado de Capitales XXXIII Conferencia Anual de Ejecutivos CADE 95 "Perú Empresa, hacia una sociedad para el crecimiento" IPAE del 1 al 4 de Noviembre de 1995.
28. DE AGUINIS, Ana María M. y BURDERSKY, Arnoldo J. "El abuso de poder de la mayoría". Temas de Derecho Comercial, Conflictos Societarios; Instituto Argentino de Derecho Comercial. Editorial Ábaco de Rodolfo de Palma. Buenos Aires. 1983.
29. DE GREGORIO, Alfredo. De las Sociedades y de las Asociaciones Comerciales. En "Derecho Comercial" de Bolaffio- Rocco - Vivante. Tomo 6. Ediar Editores, Buenos Aires 1950.
30. DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. Derecho de Preferencia de los accionistas. DERECHO Nº 49. Revista de la Facultad de Derecho de la JUL. Católica del Perú. Diciembre de 1995.
31. DE LA ROCHA, Julio César. La Integración de los Mercados de Capitales en el Grupo Andino. Universidad de Lima, Lima 1993.
32. DIEZ CANSECO, Alfredo Ferrero: Sociedades Abiertas Cerradas, Acciones sin Voto VALORES.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV.

Año VII Nº 20. Enero-1996
33. DRASSINOWER KATZ, Samuel. Bases filosóficas para el desarrollo industrial del Perú. "El Peruano". 02/11/95
34. DRUCKER, Meter F. "La sociedad Post-capitalista". Grupo Editorial Norma. Bogotá - Colombia, 1994
35. EL PERUANO. "La Nueva Legislación Comercial". Edic. El Peruano, Lima 1994
36. ELIAS LAROSA, Enrique. "La protección del inversionista en la ley de sociedades mercantiles". Bolsa de Valores de Lima. "La ley de sociedades mercantiles y la protección del inversionista". Diciembre de 1982.
37. ELIAS LAROSA, Enrique. Ley General de Sociedades comentada. Editora Normas Legales. Trujillo, Perú 1998.
38. FARGOSI, Horacio P. "Estudios de Derecho Societario". Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma. Buenos Aires 1978.
39. FARRANDO MIGUEL, Ignacio. El Derecho de Separación del Socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Editorial Civitas. Madrid 1998
40. FERNÁNDEZ VILLAMAYOR, Ángel. El régimen Legal de la Sociedad Anónima en Chile. Editora Jurídica de Chile. Segunda Edición. Santiago 1977.
41. FISCHER, Rodolfo. Las Sociedades Anónimas. Editorial Reus. Madrid 1934
42. FLORES POLO, Pedro. "Ley de Sociedades Mercantiles". 2a Edición. Ediciones Justo Valenzuela V. E.I.R.L. Lima 1983
43. GAGLIARDO, Mariano. "Derecho Societario. Buenos Aires: Ad_Hoc, 1992.
44. GAGLIARDO, Mariano. Sociedades Anónimas. Editorial ABELEO-PERROT. Buenos Aires, 1998
45. GALGANO, Francesco. Derecho Comercial. Volumen II. Editorial Temis S.A. S.F.Bogotá 1999
46. GARCIA CAMARENA, Leonardo. Derecho de la Información en el Marco de la Reforma del Estado en México. http://gp.pan.org.mx/Documentos/rtc/p-cap3.asp
47. GARCIA RENDÓN, Manuel. Sociedades Mercantiles. Editorial HARLA. México, 1993.
48. GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE, Joaquín. "Sindicato de Accionistas". Anales de la Academia Matritense del Notariado. Tomo IX. Instituto Editorial Reus. Madrid 1957.
49. GARRIGUES, Joaquín y URIA, Rodrigo. "Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas". Tomo II. Segunda Edición. Madrid.
50. GARRIGUES, Joaquín.- "Hacia un nuevo Derecho Mercantil". Editorial Tecnos. Madrid. 1971
51. GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Tomo II. Reimpresión de la séptima edición. Editorial Temis. Bogotá-Colombia. 1987.
52. GARRIGUES, Joaquín. Curso de Derecho Mercantil. Editorial Porrúa S.A. Tomo I México 1993.
53. GUERRA GALLEGOS, Roxana. "La paradoja global y su repercusión en el Perú". "El Peruano". 04 de Octubre de 1995.
54. HALPERIN, Isacc. "Sociedades Anónimas". Ediciones Depalma. Buenos Aires. 1978
55. HAMMER, Michael y CHAMPY, James. "Reingeniería". Quinta Edición. Editorial Norma S.A. Bogotá. 1994.
56. HEINSHEIMER, Kart. "Derecho Mercantil". Editorial Labor S.A. Barcelona 1933.
57. HERNANDEZ GAZZO, Juan Luis. Las anotaciones en cuenta y nueva Ley de Mercado de Valores. GESTION. 20/11/96
58. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Derecho Comercial". Tomo I. Univ. de Lima. 1989. Lima-Perú.
59. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Derecho Comercial". Tomo II. Univ. de Lima. 1994. Lima-Perú
60. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Impugnación de Acuerdos de Juntas Generales de Accionistas (I). "El Peruano" del 06/11/95. Págs. B-6 y B-7
61. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de impugnación de acuerdos de Juntas Generales o de Accionistas y su ejercicio a través de acciones judiciales. IUS ET VERITAS Nº 11- Noviembre de 1995 - Lima Perú.
62. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. El Derecho de Información del Accionista en la S. A. http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/abr/22/2PAGI.HTM
63. INSTITUTO DE DESARROLLO HUMANO (INDEHU). Ahorrar e invertir para vencer la pobreza. Decálogo del desarrollo. Encarte coleccionables Nº 10, El Comercio, Lima 1998.
64. ISRAEL LLAVE, Luz. Oportunidad del ejercicio del Derecho de Información. http://www.gestion.com.pe/archivo/1999/set/22/2PAGI.HTM
65. KOZOLCHYK, Boris. "El Derecho Comercial ante el libre comercio y el desarrollo económico". Editorial Mc. Graw Hill. México 1996.
66. KRUGER ORTIZ DE ZEVALLOS, Carlos. Derecho de suscripción preferente. GESTION 3/2/98.

67. LE PERA, Sergio. Voto Acumulativo. Editorial ASTREA. Buenos Aires 1973
68. LEDESMA NARVAEZ, Marianella, Ejecutores Supremos en Derecho Mercantil 1990 - 1995 Cultural Cuzco S.A Lima 1996.
69. LEÓN MONTALVÁN, Andrés. Derecho Comercial. Editorial Lumen S.A. Lima 1943
70. LIPSEY, Richard G. Introducción en la economía positiva. Editorial Vicens -Vives. Primera reedición. Barcelona 1975. (España).
71. LLERENA IBAÑEZ, Alejandro. Resumen Reproducido de la Conferencia de Susana De La Puente Wiese (J.P. Morgan). "El Peruano". 15/11/95
72. MAC MULLON, Alberto M. "Nominatividad de las Acciones". Edic. Exequor. Buenos Aires 1986.
73. MALAMUD, Jaime. El derecho de los accionistas para revisar y fiscalizar los libros y papeles de una sociedad anónima. Revista de Jurisprudencia Argentina. Talcahuano 640. Buenos Aires. 1950
74. MARTÍNEZ VAL, José María. "Derecho Mercantil". BOSCH, Casa Editora S.A. Barcelona. 1979.
75. MASCHERONI, Fernando H. Sociedades Anónimas. Editorial Universidad. Buenos Aires, 1999
76. MASCHERONI, Fernando. El vínculo accionista Sociedad Anónima y el contrato de suscripción. Editorial Cangallo S.A. Buenos Aires. Argentina, 1970
77. MAZEAUD, Henri, León y Jean. Lecciones de Derecho Civil. Parte Primera. Volumen I y Parte Tercera, Volumen I. Ediciones Jurídica Europa-América. Buenos Aires.
78. MENENDEZ, Aurelio y BELTRAN, Emilio. Las Acciones sin Voto. En "Comentarios al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por Rodrigo Uría, Aurelio Menéndez, Manuel Olivencia. Las Acciones Tomo IV. Editorial CIVITAS S.A. Madrid 1992
79. MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. RELACIONES OBLIGATORIAS SINGULARES. Ediciones Jurídicas Europa_América. Buenos Aires. 1955
80. MONTOYA ALBERTI, Hernando, Régimen de Transmisión de Acciones. Revista Peruana de Derecho de la Empresa. "Sociedades y Mercado de Valores". ASESORANDINA. Lima, Noviembre de 1994.
81. MONTOYA ALBERTI, Ulises. "La Inflación y el Derecho". UNMSM Lima 1971.
82. MONTOYA MANFREDI, Ulises."Derecho Comercial". Tomo I. Editorial Desarrollo. Cuarta Edición. Lima Perú. 1980
83. MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Comentarios a la Ley de Sociedades Mercantiles". Imprenta de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima-Perú. 1967.
84. MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley de Títulos Valores. Editora Grijley, Sexta Edición. Lima 2001
85. MONTOYA MANFREDI, Ulises. Derecho Comercial. Editora Grijley. Lima 1998. T.I y II.
86. MORALES ACOSTA, Alonso. "Grupos de Sociedades". Revista Peruana de Derecho de la Empresa. ASESORANDINA LIMA Noviembre 1994
87. MOSSA, Lorenzo. Los Sindicatos de Accionista. Revista de Derecho Privado. Fundada por Felipe Clemente de Diego y José Ma. Navarro de Palencia. Año XXXII. Tomo XXXII. Núm. 370. Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid. Enero-Diciembre 1948.
88. MURO ROJO, Manuel. Impugnación y Nulidad de Acuerdos Societarios. Gestión del 07-05-98. Pág. 10
89. NIETO, CAROL, Ubaldo. La transmisión de acciones y participaciones sociales. Seguridad jurídica y contratación mercantil. Civitas, Madrid 1994.
90. ODRIOZOLA, Carlos. Estudios de Derecho Societario. Edit. Cangallo. Buenos Aires.1971
91. PALMA NAVEA, José Enrique. Disolución, Liquidación y extinción de Sociedades. Revista de la Empresa N° 48. Asesorandina S.R. Ltda. Lima Junio de 1998.
92. PEDROL. Antonio. "La anónima actual y la sindicación de Acciones". Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid 1969.
93. PEYRANO, Jorge - CHIAPPINI, Julio. El Proceso Atípico. Parte segunda. Editorial Universidad SRL. Buenos Aires. 1984.
94. PIÑOL AGUADE, José M. La Separación Del Accionista. Revista Jurídica de Cataluña. Ilustre Colegio de Abogados Academia de Jurisprudencia y Legislación. Año LXXVI- Núm.1 Enero-Marzo. Barcelona 1977.
95. QUEROL, Carlos. "El Pensamiento de Francis Fukuyama", Gestión 06/12/98.
96. RAMOS GASCON, Francisco Javier. Régimen Jurídico de los Valores. Bolsa de Madrid. Madrid 1997
97. REGGIARDO DENEGRI, Aldo: Transferencia de acciones en la Sociedad Anónima. El Peruano 04.06.96. Suplemento Economía & Derecho. Pág. B-6
98. RESTREPO DUMIT, Carlos. Acciones y Accionistas. Rev. Estudios de Derecho. Vol. XV, Nº 43, Octubre 1953. Facultad de Derecho y CC. PP. Univ. de Antioquia.
99. RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. Sociedad Anónima y Reforma Financiera. Comisión

Nacional de Valores. Bogotá, D.E. Colombia. 1984
100. RICHARD, Efraín Hugo y MUIÑO, Orlando Manuel. Derecho Societario. Editorial Astrea. Buenos Aires. 1997.
101. RICHARD, Efraín H.; ESCUTE, Ignacio A.; y ROMERO, José F. "Manual de Derecho Societario". Editorial ASTREA de Alfredo y Ricardo Depalma. Buenos Aires. 1980.
102. RIPERT, Georges. "Tratado Elemental de Derecho Comercial". Tomo II. Tipográfica Editora Argentina. Buenos Aires. 1954.
103. RIVAS GÓMEZ, Víctor. "El crédito en los Bancos Comerciales. Ediciones A.R.I.T.A. E.I.R.L. Lima 1983.
104. RIVERA VIA, Rondny. Fondos Mutuos. Valores Nº 23 CONASEV Lima Enero 1997
105. RIVERO ZEVALLOS, Carlos y FLORES LAMA, Oscar. Fondos de inversión y sus sociedades administradoras. Valores Nº 23 CONASEV. Lima Enero 1997
106. RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". T.I. Editorial PORRUA S.A. México D.F. 1980
107. RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ, Joaquín. Derechos Patrimoniales del Socio en la Sociedad Anónima. El Derecho al Dividendo. LA JUSTICIA. Revista quincenal de Legislación y Jurisprudencia. Año XIII. México, 31 de Julio de 1943. Tomo XII.- No. 191
108. SALAS SÁNCHEZ, Julio. "Las acciones sin Derecho a voto". Revista Peruana de Derecho de la Empresa. ASESORANDINA S.R. Ltda. Lima, Noviembre de 1994.
109. SÁNCHEZ ANDRES, Aníbal. La Acción y los Derechos de los Accionistas. Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Dirigido por: Uría, Menéndez y Olivencia. Tomo IV. Volumen 1º, Editorial Civitas S.A. Madrid, 1992
110. SANCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho Mercantil. Edit. Revista de Derecho Privado. Madrid, 1986
111. SESIT, Michel R. "Desde California quieren exportar la 'REVOLUCIÓN" de los accionistas". THE WALL STREET JOURNAL. "El Comercio" del 19/03/96
112. STONER, James; FREMAN, Edward y GILBERT, Daniel. Administración. PHH Prentile Hall. México, 1996.
113. TALLEDO MAZÚ, César y CALLE FIOCO, José Manuel. "Manual Sociiettario" Edit Economía y Finanzas S.C.R.L. Lima Perú. Agosto 1996
114. TOKUSHIMA YASUMOTO, Teresa. Distribución de utilidades y pago de dividendos a cuenta. Gestión del 25-02-98.
115. TORRES VASQUEZ, Aníbal. Acto Jurídico. Editora San Marcos. Lima, Perú,1998
116. TORRES Y TORRES LARA, Carlos. Diario de Debates de la Comisión de Constitución del 25 de enero de 1993
117. URIA GONZALES, Rodrigo; MENDEZ MENENDEZ, Aurelio; MUÑOZ PLANOS, José María. La Junta General de Accionista. Comentarios al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles dirige por Uria, Menéndez y Olivencia. Editorial Coristas. Madrid 1992.
118. URÍA, Rodrigo. "Derecho Mercantil". 19 Edición. Ed. Marcial Pons. Ediciones Jurídica S.A. 1992
119. VALLE TEJADA, José. La desmaterialización de los títulos valores y las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores. Quo Vadis Jus? Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Ricardo La Hoz Tirado. UNMSM. Lima 1994.
120. VAN HORNE. Fundamentos de la Administración Financiera. Editorial Prentice/may Internacional, Madrid 1979
121. VASQUEZ ALBERT, Daniel. "El Derecho de suscripción preferentemente a la luz de la experiencia estadounidense". Revista de Derecho Mercantil. No 196-197. (abril - setiembre) Madrid 1990.
122. VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar. "Asambleas, Fusión y Liquidación de Sociedades Mercantiles. Editorial S.A. México 1992.
123. VEGA MERE, Yuri. Oferta, Información y Consumidor. http://www.unired.ned.pe/~teleley/r2vi.htm.
124. VERON, Alberto Víctor. Sociedades Anónimas de Familia. EDITORIAL Ábaco. Buenos Aires. 1979
125. VIDAL RAMIREZ, Fernando, "El Derecho al Dividendo" Gaceta Jurídica. Tomo 42 de mayo 1997. Gaceta Jurídica Editor
126. VIDAL RAMÍREZ, Fernando. "La Bolsa en el Perú". Cultural Cuzco S.A. Lima - Perú. 1988.
127. VIDAL RAMIREZ, Fernando. Aspectos jurídicos de la negociabilidad de los valores. Bolsa de Valores de Lima. "La Ley de Sociedades Mercantiles y la Protección del Inversionista". Lima, Diciembre de 1982.
128. VIDAL RAMIREZ, Fernando. Derecho Societario. VALORES.- Revista especializada de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV. Año VII Nº 20. Enero-1996.

Pág. 70

129. VIRASSAMY, Georges. Limites de Información en los negocios de una Empresa. http://www2.lahora.com.ec/paginas/rjuri411.htm
130. VIVANTE, César. Derecho Mercantil. Editorial REUS S.A. Madrid, 1932
131. VIVANTE, Cesar. Tratado de Derecho Mercantil. Volumen II. Editorial Reus. Madrid, España 1932.
132. WINISKY, Ignacio. Accionista, Acción, Lineamientos Generales. Boletín del Instituto Centroamericano de Derecho Comparado. Nos. 1-2. Junio 1962 - Junio 1963. Tegucigalpa, D.C. Honduras, C.A.
133. ZAMENFELD, Víctor. "SINDICACIÓN DE ACCIONES". Temas de Derecho Comercial. Conflictos Societarios. Instituto Argentino de Derecho Comercial. Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma. Buenos Aires. 1983.