

## SQUEEZE-OUTS EN EL DERECHO PERUANO

JUAN ANTONIO EGÚEZ<sup>19</sup>

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

### SUMARIO

- I. Introducción.- II. Racionalidad económica de los *squeeze-outs*:  
1. Los beneficios y las posibles afectaciones derivadas de los *squeeze-outs*:  
1.1 Los beneficios para los accionistas mayoritarios; 1.2 Los perjuicios para los accionistas minoritarios; 1.3 Balance de los beneficios y perjuicios: la eficiencia económica de los *squeeze-outs*; 2. Las dificultades para llegar a un acuerdo a través de la negociación: necesidad de admitir los *squeeze-outs*.- III. La experiencia comparada:  
1. La experiencia en el Derecho estadounidense: 1.1 Las técnicas utilizadas para llevar a cabo los *squeeze-outs*; 1.2 El *business purpose test vis-à-vis el entire fairness test*; 2. La experiencia europea: 2.1 La legislación sobre *squeeze-outs* en los países de la Unión Europea; 3. El proyecto de directiva comunitaria sobre ofertas públicas de adquisición y nuevas tendencias en Europa sobre los *squeeze-outs*.- IV. Los *squeeze-outs* en el Perú: 1. Análisis del Derecho de Sociedades peruano: 1.1 Mecanismos para instrumentar los *squeeze-outs* en el Derecho de Sociedades peruano; 1.2 Respuestas a las eventuales objeciones basadas en la figura del abuso del Derecho; 2. Análisis de los preceptos constitucionales: 2.1 El concepto de "necesidad pública"; 3. La necesidad de que exista una ley que habilite la expropiación.- V. Conclusiones.

### I. INTRODUCCIÓN

No es extraño que un accionista mayoritario, cansado de lidiar constantemente con la oposición de los accionistas minoritarios, decida adquirirles su participación en la sociedad a casi cualquier precio. De este modo, se terminarán todos sus problemas: recobrará el ámbito de maniobra que necesita para manejar la sociedad según sus intereses y evitará los conflictos entre accionistas que sin duda también repercuten negativamente en la sociedad.

Pero, ¿qué sucede si los accionistas minoritarios se niegan a transferir sus acciones aun cuando se les ofrezca un precio justo por ellas?, ¿se encuentra acaso el accionista mayoritario condenado a convivir con tales accionistas minoritarios?, ¿existen mecanismos alternativos que permitan excluir a los accionistas minoritarios, aun sin su consentimiento?

Dar respuesta a dichas preguntas no es una tarea sencilla. Nos encontramos ante uno de los temas más polémicos del Derecho de Sociedades: la protección de las minorías. Y, más precisamente, frente al estudio de los *squeeze-outs*,<sup>20</sup> término

<sup>19</sup> Agradezco a José Antonio Paya y Sergio Ariel Rodríguez-Carpi por su ayuda y comentarios.

<sup>20</sup> En el Derecho anglosajón se emplea el término *squeeze-out* para referirse a aquellas operaciones promovidas por los accionistas de control con el objeto de desincentivar la inversión de los accionistas minoritarios en una sociedad (e.g. falta de pago de dividendos, etc.), lo cual tiene por objeto que estos finalmente decidan transferir sus acciones al accionista de control. En cambio, se emplea el término *freeze-out* para referirse a aquellos actos que directamente tienen por efecto la exclusión de los accionistas minoritarios de una sociedad. Al respecto, ver: CLARK, Robert. *Corporate Law*. Little, Brown and Company, Boston, 1986, pp. 499-500. También recomendamos revisar: PAZ-ARES, Cándido. *Apresentación al estudio de los squeeze-outs en el Derecho español*. En: *Actualidad jurídica Lifo & Menéndez* N° 3. Dykinson, S.L., Madrid, 2002, pg. 30.

Si bien el presente artículo, se centrará en aquello que los estadounidenses califican como *freeze-outs*, se ha empleado el término *squeeze-out* a lo largo de todo el artículo debido a que fuera del Derecho anglosajón, el término

importado del Derecho anglosajón que se utiliza esencialmente para referirse a todas las operaciones societarias promovidas por los accionistas de control con el objeto de excluir a los accionistas minoritarios de una sociedad.

Las opiniones en torno a esta figura distan mucho de ser unívocas. Para algunos, aunque el Derecho de Sociedades permita instrumentar tal tipo de operaciones, estas siempre se verán frenadas por los preceptos constitucionales relativos al derecho de propiedad o por la figura del abuso del derecho. Para otros, sin embargo, son perfectamente compatibles con tales disposiciones constitucionales (en tanto se enmarcan dentro de las excepciones al derecho de propiedad) y no constituyen en absoluto un ejercicio abusivo del derecho de las mayorías.

El tema es ciertamente debatible y así lo ha reflejado la experiencia comparada. Existe hoy, sin embargo, una clara tendencia que apunta cada vez más hacia la admisión de esta figura, incluso bajo la promulgación de leyes que permiten a los accionistas de control adquirir directamente las acciones de los accionistas minoritarios, sin necesidad de recurrir a operaciones societarias complejas y sin el consentimiento de los accionistas minoritarios (ver *infra* III.2). Inclusive, existe un proyecto de directiva comunitaria para que todos los países de la Unión Europea establezcan reglas que permitan a los accionistas de control adquirir las acciones de los accionistas minoritarios, cuando alcancen una participación en la sociedad superior a un umbral mínimo.<sup>2</sup>

Dado este contexto, buscaré expresar en este artículo, por qué considero que bajo el Derecho Societario peruano si es posible estructurar operaciones societarias que de modo directo o indirecto tengan por efecto la exclusión de los accionistas minoritarios de una sociedad, sin que ello implique una vulneración del derecho de propiedad contemplado en la Constitución Política del Perú, o puedan ser descalificadas bajo la figura del abuso del derecho.

Por una cuestión metodológica, he considerado conveniente dividir el presente trabajo en tres secciones. En la primera de ellas, analizaré la racionalidad económica de los *squeeze-outs*, destacando los beneficios y potenciales afectaciones que involucra esta figura. En la segunda sección, analizaré la experiencia comparada, resaltando bajo qué circunstancias son admitidos los *squeeze-outs* en los Estados Unidos de América (Delaware) y en Europa. Finalmente, analizaré el Derecho Societario peruano y el Derecho Constitucional peruano (en materia de propiedad), para indicar por qué considero que nuestra legislación sí deja espacio para la admisión de los *squeeze-outs*.

## II. RACIONALIDAD ECONÓMICA DE LOS SQUEEZE-OUTS

Existe un precio a partir del cual el accionista minoritario estará dispuesto a vender sus acciones. Si ello es así, por qué entonces no dejar que los accionistas solucionen sus problemas por sí solos mediante la negociación, en lugar de otorgar al accionista de control la prerrogativa de excluir a los accionistas minoritarios a cambio de una compensación económica, ya sea de forma directa (i.e. porque una ley le confiere al accionista de control una opción de compra respecto de las acciones de los minoritarios), o a través de operaciones instrumentadas a partir del Derecho

*squeeze-out* se emplea genéricamente para referirse a todas las operaciones societarias destinadas a excluir a los accionistas minoritarios de una sociedad, con o sin su consentimiento.

<sup>2</sup> Ver *infra* sección III.2.

societario.

En otras palabras, ¿cuál es la racionalidad económica que permite que el interés de los accionistas minoritarios de permanecer en una sociedad deba ser dejado de lado para privilegiar los intereses de los accionistas de control?

En la presente sección, pretenderemos dar respuesta a esta interrogante. Para ello, en el apartado siguiente (ver *infra* II.1), realizaremos un breve recuento de los posibles beneficios y afectaciones que se encuentran involucrados cuando un accionista de control separa a los accionistas minoritarios de una sociedad. Luego, destacaremos por qué si aparentemente los beneficios son mayores que los perjuicios, existen situaciones en las que los accionistas no se llegan a poner de acuerdo, siendo necesaria la intervención del Derecho (permitiendo los *squeeze-outs*), para evitar que los costos de transacción puedan frustrar el desarrollo de transacciones eficientes (ver *infra* II.2).

## 1. Los beneficios y las posibles afectaciones derivadas de los *squeeze-outs*

### 1.1 Los beneficios para los accionistas mayoritarios

Los beneficios que reportan los *squeeze-outs* para los accionistas de control no son otros que la supresión de todos los costos que se derivan de la presencia de los accionistas minoritarios en una sociedad.

Sobre la base de su experiencia y sintetizando la literatura sobre la materia, Paz-Ares los clasifica en tres grupos distintos: (i) supresión de costos irrogados de la imposibilidad de integrar totalmente a la compañía dentro del grupo de sociedades al que pertenece; (ii) supresión de los costos derivados del riesgo de extorsión o ejercicio abusivo de derechos por parte de los minoritarios; y, (iii) supresión de los costos de celebración de juntas generales (anuncios, etc.) y, en general, de los costos relacionados con el ejercicio de los derechos de las minorías (requerimientos de información, etc.).<sup>3</sup> En relación con este último beneficio, también se encuentra la posibilidad de solicitar la exclusión de las acciones de la sociedad de los mecanismos centralizados de negociación y la consecuente eliminación de los costos que ello implica para la sociedad (ello en aquellas jurisdicciones en las que el número de accionistas constituye una barrera para solicitar dicha exclusión).

Veamos a continuación por qué tal síntesis de beneficios es también perfectamente aplicable para los accionistas de control en el Perú.

#### (i) Integración total de la sociedad dentro del grupo de sociedades al que pertenece

En el Perú, todavía no se han promulgado normas que reconozcan la realidad de los grupos de sociedades y que establezcan disposiciones que permitan ponderar las motivaciones del accionista mayoritario de alinear las políticas de una sociedad a los intereses del grupo de sociedades al que pertenece, con los potenciales perjuicios que dichas decisiones podrían causar a terceros o a los accionistas minoritarios.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> PAZ-ARES, Córdoba, Op. Cit., pg. 50.

<sup>4</sup> Mayores avances respecto a la problemática de los grupos de sociedades se puede encontrar en FORUM EURAPAEUM DERECHO DE GRUPOS. *Por su derecho de los grupos de sociedades para Europa*. En: Revista de Derecho Mercantil, N° 232. Gráficas Aguirre Campos, Madrid, 1999, pp. 443 y ss.

Por el contrario, desconociéndose esta situación, el artículo 133 de la Ley General de Sociedades simplemente establece que el derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad. Nótese que la prohibición es absoluta y ni siquiera se exige que el acuerdo sea lesivo para la sociedad.

Bajo este marco, el accionista de control requeriría contar con el voto favorable de los accionistas minoritarios (i.e. de los accionistas que no se encuentran bajo una situación de conflicto de intereses) para adoptar decisiones en la sociedad que se ajusten a las políticas y al interés general del grupo de sociedades al que pertenece. Si, pese a la prohibición, el accionista mayoritario participa en la adopción de tales acuerdos, los accionistas minoritarios se encontrarían legitimados para impugnarlos.

En este sentido, en tanto existan accionistas minoritarios, el accionista de control se encontrará fuertemente limitado para realizar actos destinados a integrar las políticas de la sociedad con el interés del grupo de sociedades del que forma parte.

(ii) **Supresión de los riesgos de extorsión o de ejercicio abusivo de los derechos de las minorías**

Salvo para algunas decisiones excepcionales,<sup>5</sup> los acuerdos en una sociedad anónima peruana se adoptan por mayorías. Los accionistas minoritarios deben aceptar las decisiones adoptadas por la mayoría y solo pueden cuestionar tales acuerdos, tratándose de acuerdos contrarios a la Ley General de Sociedades, cuando se oponen al estatuto social, o cuando lesionan en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad.<sup>6</sup>

Si bien este esquema busca establecer un equilibrio entre los derechos de los accionistas mayoritarios y minoritarios, no puede desconocerse que deja suficientes espacios para que un accionista malintencionado (i.e. a sabiendas que su impugnación carece de sustento legal) plantee una impugnación judicial frente a un acuerdo societario lícito y beneficioso para la sociedad con el único objetivo de extorsionar al accionista de control.

Aun cuando dicha impugnación judicial vaya a ser declarada infundada, no se pueden obviar los efectos contraproducentes que un litigio societario podría provocar en una determinada operación.

Nótese que en el Perú, los riesgos de tales actos de extorsión se ven agravados, por el hecho de que en nuestra legislación no se requiere contar con una participación accionaria mínima para poder impugnar un acuerdo societario. Basta contar con una sola acción para tener legitimidad para impugnar judicialmente tales acuerdos.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Nos referimos a los acuerdos para conferir opciones para la adquisición de acciones de la sociedad (artículo 103 de la Ley General de Sociedades) y a las modificaciones estatutarias que imponen nuevas obligaciones de carácter económico (artículo 199 de la Ley General de Sociedades).

<sup>6</sup> Esto se encuentra regulado en el artículo 139 de la Ley General de Sociedades. En dicho artículo también se establece que son impugnables los acuerdos que incurren en causal de anulabilidad prevista en la Ley General de Sociedades o en el Código Civil.

<sup>7</sup> Si bien para solicitar ante el juez una medida cautelar que suspenda los efectos del acuerdo impugnado se requiere que la demanda sea presentada por accionistas que representen más del veinte por ciento del capital suscrito

### (iii) Reducción de los costos de administración

La salida de los accionistas "externos" al grupo de control, trae consigo un ahorro de costos (en tiempo y en dinero) en la administración de una sociedad en el Perú.

Luego de que se produce la salida de los accionistas minoritarios, la sociedad ya no tendrá que incurrir en todos los costos relacionados con las normas de protección a las minorías (suministro de información, auditorías, etc.).

Asimismo, los *squeeze-outs* pueden servir de herramienta para reducir el número de accionistas en las sociedades con un accionariado claramente disperso, con el objeto ulterior de solicitar la exclusión de las acciones de dicha sociedad del Registro Público del Mercado de Valores ("RPMV"), eliminándose de este modo, todos los costos relacionados con dicho registro (obligaciones de reporte de información, entre otras).<sup>8</sup>

Adviértase que de acuerdo a la legislación peruana,<sup>9</sup> tal exclusión no puede llevarse a cabo, si previamente no se reduce el número de accionistas a menos de setecientos cincuenta (750).

## 1.2 Los perjuicios para los accionistas minoritarios

Los perjuicios que se causan a los accionistas minoritarios están asociados generalmente con la vulneración del deseo de tales accionistas de permanecer en la sociedad y con los métodos que se emplean para valorizar la respectiva compensación económica.

El primero de los perjuicios es el que se conoce como los "costos de decepción" o "frustración de las expectativas", el cual no es otra cosa que el perjuicio que se causa al accionista minoritario al no permitírsele decidir en qué momento desea retirarse de la sociedad.

Se trata de un perjuicio que ha sido soslayado algunas veces por los impulsores de los *squeeze-outs*, bajo el entendido que los accionistas minoritarios están siendo irracionales (pues, recibirán una compensación justa por su salida), o son quizás demasiado sentimentales en un terreno donde los sentimientos están fuera de lugar.<sup>10</sup>

Sin embargo, tal como afirma Clark, este planteamiento es demasiado simplista y falta de análisis.<sup>11</sup> Algunos inversionistas pueden estar estrechamente ligados con una determinada sociedad por razones perfectamente legítimas, sin que ello tenga

(artículo 145 de la Ley General de Sociedades), es claro que el solo hecho de que se interponga una demanda de impugnación (aunque no se suspenda el acuerdo) genera efectos adversos en dichas transacciones.

<sup>8</sup> Adicionalmente, la exclusión de las acciones del RPMV implicará que el accionista de control ya no tenga que preocuparse por las restricciones relacionadas con las normas de ofertas públicas de adquisición o con las normas que regulan el tratamiento de la información privilegiada.

<sup>9</sup> El artículo 252 de la Ley General de Sociedades dispone que la sociedad anónima abierta debe inscribir todas sus acciones en el RPMV, salvo algunas excepciones previstas en dicho mismo artículo. De ello, se desprende que un emisor que califique como una sociedad anónima abierta no puede obtener la exclusión de sus valores del RPMV. Entre otros supuestos, el artículo 249 de la Ley General de Sociedades establece que una sociedad anónima es abierta cuando tiene más de 750 accionistas.

<sup>10</sup> CLARK, Robert, Op. Cit., pp. 505.

<sup>11</sup> CLARK, Robert, Op. Cit., pp. 505-506.

nada de sentimental, y por el contrario, bajo una motivación meramente económica. Pueden tener confianza en la administración y en el futuro de una sociedad en particular. Y, por ello, si ahora se produce su salida, se frustrarán sus expectativas, al privárseles de su deseo de acceder a tales beneficios futuros.<sup>17</sup>

En cualquier caso, cabe resaltar que este problema relacionado con la frustración de las expectativas solo se presentaría durante una etapa de transición y afectaría únicamente a aquellas personas que ya eran accionistas minoritarios antes de que exista una ley o pronunciamientos judiciales en los que se admitan abiertamente los *squeeze-outs*. Posteriormente, cualquier inversionista internalizaría que el accionista mayoritario tendría la prerrogativa de adquirir sus acciones (sin su consentimiento) y ello ya se reflejaría en el precio que pagarían tales inversionistas por dichas posiciones minoritarias.

En un segundo orden de ideas, debemos tener presente que la compensación económica que se otorga a los minoritarios por su salida se establece de forma estándar (usualmente, sobre el valor bursátil o patrimonial de dichas acciones), sin valorar la situación particular de cada uno de los accionistas minoritarios. De este modo, aun si dejamos de lado las consideraciones referidas al lucro cesante o a los beneficios futuros (ver *supra*), podría darse el caso que la compensación económica ni siquiera cubra los costos de reinversión de tales accionistas ni los eventuales costos tributarios que dicha salida podría generarles.

Todo lo anterior, nos lleva a resumir los potenciales perjuicios de los accionistas minoritarios en dos rubros. El primero, es que se les priva de su derecho de decidir en qué momento ellos desean salir de la sociedad (frustrando sus expectativas respecto a los beneficios futuros de la sociedad). El segundo, es que aun cuando estos pudieran aceptar dicha salida, las reglas que se fijan para establecer el precio de las acciones no siempre compensan adecuadamente los costos relacionados con esta salida.

### 1.3 Balance de los beneficios y perjuicios: la eficiencia económica de los *squeeze-outs*

Establecer un balance entre los beneficios y perjuicios indicados en los apartados anteriores resulta necesario para determinar si los *squeeze-outs* son efectivamente una herramienta para favorecer el desarrollo de la práctica mercantil y de los negocios en general.

Si el resultado de dicho balance es positivo, se trata de una figura que debe ser incentivada, pues, si se realiza una adecuada distribución de los beneficios, todos los accionistas podrían estar en una situación mejor o por lo menos igual a la situación existente antes de que se realice el *squeeze-out*. No se bloqueará el desarrollo de transacciones que produzcan beneficios para la sociedad o para los accionistas de control, y al mismo tiempo, se podrá compensar adecuadamente a los minoritarios para no desincentivar la inversión en posiciones minoritarias (si esto último se produce, se perdería una importante fuente de financiamiento para las sociedades).

<sup>17</sup> Todo este análisis, y en particular esta sección, se centra en analizar la conveniencia de los *squeeze-outs* a partir de una visión utilitarista y por ello no se toman en cuenta las consideraciones afectivas o de necesidad personal que una determinada persona pueda tener respecto de ciertos bienes. Es verdad, sin embargo, que existen determinados bienes que algunas personas puedan considerar como indispensables para su bienestar personal, y ello bajo esta perspectiva, también debería recibir protección bajo el *Donchut*. Para mayores alcances, respecto a esta posición recomendamos revisar RADIN, Margaret Jane, *Property and Personhood*. En: *Perspectives on property law*, Little Brown & Company, Boston, 1995, pp. 8 y ss.

En general, todo el sistema se verá beneficiado.

Si, por el contrario, el balance es negativo, entonces en términos de eficiencia económica, se trataría de una figura que no debería ser promovida, pues el sistema en su conjunto produciría menos ganancias que las que se generaban antes de que se introduzca esta figura.

Bajo este marco, queda claro cuál es el *test* de eficiencia económica por el que deben pasar los *squeeze-outs*. No obstante, también es claro que es sumamente difícil hallar una única respuesta bajo dicho *test*, que pueda ser aplicable para todos los casos en que se pretenda instrumentar un *squeeze-out* (pues, dependiendo de las circunstancias, los beneficios y perjuicios pueden ser marcadamente diversos, y por ende, difíciles de ponderar).

La intuición (sustentada en la experiencia comparada) nos indica que, en algunos casos, los *squeeze-outs* pasarán dicho *test*. Por ejemplo, en el caso de accionistas mayoritarios titulares de más del 90% de las acciones de la sociedad que desean integrar dicha sociedad a las políticas de su grupo económico, o cuando existe un claro interés empresarial (real y no potencial) que se ve frustrado por la presencia de minoritarios con una inversión puramente financiera, o cuando se desea reducir el número de accionistas de una sociedad para solicitar la posterior exclusión de las acciones de algún mecanismo centralizado de negociación (con la consecuente reducción de los costos relacionados). Claro está, en dichos casos, se tendrían que cuantificar los posibles beneficios y ver si efectivamente superan la cuantía de los potenciales perjuicios.

Sin embargo, esta misma intuición nos indica que, en otros casos, la eficiencia económica de los *squeeze-outs* podría ser discutible. Nos referimos a aquellos casos en que no existe ningún interés empresarial detrás de dicha figura, y al mismo tiempo, resulta difícil calcular la magnitud de los perjuicios a los minoritarios (fundamentalmente en aquellos casos en que los accionistas minoritarios tienen una participación activa en las decisiones sociales). Esto último se presenta, por ejemplo, en el caso de las sociedades anónimas cerradas, o de las sociedades en las que los accionistas minoritarios en conjunto tienen una participación significativa en el capital social.

Realizar un análisis económico de cada una de estas situaciones particulares escapa a los alcances de este artículo. Sin embargo, aun sin dicho análisis, lo que sí pretendo destacar en este apartado es que al parecer, sí existirían situaciones en las que los *squeeze-outs* pasarían dicho *test* de eficiencia económica.

Ante ello, únicamente restaría identificar dichas situaciones y establecer reglas que favorezcan esta figura en dichas circunstancias, tal como ha ocurrido en otras jurisdicciones (e.g. en los Estados Unidos de América se admiten los *squeeze-outs* cuando se acredita el objetivo empresarial de la medida; en Europa, se admiten por regla general cuando el accionista de control tiene una participación en la sociedad que supera el 90% o el 95% del capital social, para permitirle integrar dicha sociedad al grupo de sociedades al que pertenece).

2. Las dificultades para llegar a un acuerdo a través de la negociación: necesidad de admitir los *squeeze-outs*

Hemos indicado en el acápite anterior (ver *supra* II.1) que, en algunos casos, los beneficios que reciben los accionistas de control por la salida de los accionistas minoritarios serían mayores que los eventuales perjuicios que reciben estos últimos. Sin embargo, y tal como afirma Paz-Ares, la asimetría entre tales beneficios para los accionistas de control y los sacrificios para los accionistas minoritarios no prueba por sí misma la legitimidad del *squeeze-out*, lo único que revela esta asimetría es la existencia de una oportunidad de negocio, de la que todos pueden salir ganando.<sup>17</sup>

La verdadera razón que justifica la admisión de los *squeeze-outs* es la existencia de costos de transacción prohibitivos<sup>18</sup> que impiden que los accionistas de control y los accionistas minoritarios puedan llegar a algún acuerdo.

Estos costos de transacción se encuentran fundamentalmente relacionados con la posición estratégica que asumen los accionistas minoritarios en estas negociaciones, pues saben que el accionista mayoritario depende dramáticamente de ellos para llevar a cabo sus proyectos.<sup>19</sup> Estos costos se incrementan exponencialmente, tratándose de un accionariado disperso, en el cual se requeriría llevar un sinnúmero de negociaciones similares para alcanzar el resultado esperado.

De este modo, la intervención del Derecho (permitiendo los *squeeze-outs*) no tiene otro propósito que establecer reglas que permitan que se pueda llegar a una situación eficiente, dado que ello difícilmente se produciría a través de la negociación.

El mecanismo utilizado para ello no es nuevo: tiene el mismo sustento que justifica todas las expropiaciones. Básicamente, lo que se persigue es alterar las reglas de propiedad que protegen la inversión de los accionistas minoritarios por reglas de responsabilidad,<sup>20</sup> de tal forma que los accionistas minoritarios salgan de la sociedad con una compensación económica adecuada, pero, al mismo tiempo evita que los accionistas minoritarios adopten posiciones intransigentes –dada su posición de privilegio– que impidan el desarrollo de transacciones eficientes.

Dicho de otro modo, la necesidad de que se admitan los *squeeze-outs* se justifica en que permite reducir los costos de transacción y facilita el desarrollo de transacciones eficientes, que de modo natural no se producirían.

---

<sup>17</sup> PAZ-ARES, Cándido. Op. Cit., pp. 51.

<sup>18</sup> Estas ideas fueron desarrolladas en un artículo publicado por Ronald Coase en 1960, denominado “El problema del costo social”. En dicho artículo, Coase establece que si no existen costos de transacción, poco importa la regla que se establezca, pues de igual forma, los particulares llegarán a una solución eficiente. Sin embargo, si existen costos de transacción, sí podría ser necesario establecer ciertas reglas que reduzcan tales costos de transacción y permitan el desarrollo de transacciones eficientes.

<sup>19</sup> Al respecto, recomendamos revisar: PAZ-ARES, Cándido. Op. Cit., pp. 51-52.

<sup>20</sup> Si la inversión de los accionistas minoritarios es protegida por reglas de propiedad, los accionistas de control únicamente podrían causar la salida de los minoritarios con el consentimiento previo de estos últimos. Si por el contrario, la inversión de los accionistas minoritarios estuviese protegida por reglas de responsabilidad, los accionistas de control tendrían derecho a causar la salida de los accionistas minoritarios previo pago de una compensación económica y sin el consentimiento de los accionistas minoritarios. Al respecto, recomendamos revisar: CALABRESI, Guido y Douglas MELAMED. *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One view of the Cathedral*. En Harvard Law Review, N° 1009, 1972, o POLINSKY, Mitchell. *An Introduction to Law and Economics*. Little Brown and Company, Boston, 1989.

### III. LA EXPERIENCIA COMPARADA

#### 1. La experiencia en el Derecho estadounidense

En los Estados Unidos de América, los *squeeze-outs* son admitidos en tanto se acredite la existencia de un objetivo empresarial. En tales casos, los accionistas minoritarios no pueden oponerse a dichas medidas, y únicamente tienen derecho a obtener una adecuada compensación económica por su salida (*appraisal remedy*).<sup>17</sup>

En los siguientes apartados, mencionaremos las técnicas que se han utilizado para instrumentar los *squeeze-outs* en los Estados Unidos de América y los criterios empleados por las cortes americanas para verificar que efectivamente existe un objetivo empresarial detrás de dichas medidas.

##### 1.1 Las técnicas utilizadas para llevar a cabo los *squeeze-outs*

Los mecanismos utilizados en el Derecho estadounidense (Delaware) para instrumentar los *squeeze-outs* se han simplificado luego de que en los años treinta se introdujeron algunas modificaciones a las leyes sobre fusiones.

En el pasado, los accionistas mayoritarios utilizaron técnicas como la disolución de la sociedad, la venta de activos a una empresa controlada íntegramente por el accionista mayoritario o algunos procesos de fusión, en los que los accionistas minoritarios recibían acciones redimibles o instrumentos representativos de deuda. En la actualidad, lo usual es recurrir a figuras conocidas como el *cash merger* o el *reverse stock split*, las cuales son comentadas al final de este apartado.

Bajo la técnica de la disolución de la sociedad, el objetivo central era que el plan de disolución contemple que como resultado final de la distribución del haber social de la sociedad, los activos principales de la sociedad (el núcleo del negocio) fuesen atribuidos a los accionistas de control, mientras que los accionistas minoritarios recibirían dinero o instrumentos representativos de deuda. Este mecanismo fue rechazado por las cortes americanas porque atentaba contra las normas de trato igualitario.<sup>18</sup>

De otra parte, bajo la modalidad de venta de activos, los accionistas mayoritarios constituían, en primer término, una sociedad en la que ellos fueran los únicos accionistas. Luego, tales accionistas causaban que la sociedad transfiera sus principales activos a la nueva sociedad (controlada íntegramente por los accionistas mayoritarios) a cambio de efectivo o de títulos representativos de deuda. Para los accionistas mayoritarios, el pago al coetado no representaba mayor problema, pues luego podrían recuperar rápidamente su dinero acordando la disolución de la sociedad. Las cortes americanas tampoco se mostraron favorables a esta técnica para instrumentar los *squeeze-outs*.<sup>19</sup>

En los casos en que se recurrió a procesos de reorganización societaria (fusiones), se utilizó un esquema algo similar al anterior. Para ello, el primer paso consistía en crear una sociedad vehículo íntegramente controlada por los accionistas

<sup>17</sup> Un camino distinto dentro del Derecho anglosajón es el que se ha seguido en Australia. En el famoso caso *Gombosi v. WCP Ltd.*, la Corte Suprema de Australia reconoció el derecho de los minoritarios a mantener la propiedad de sus acciones.

<sup>18</sup> CLARK, Robert, Op. Cit., pp. 501.

<sup>19</sup> CLARK, Robert, Op. Cit., pp. 501.

de control. Y, el segundo paso consistía en implementar un proceso de fusión entre ambas entidades, en el cual se contemplaba que los accionistas minoritarios recibirían acciones redimibles o instrumentos representativos de deuda de la sociedad absorbente. Luego de cierto tiempo, tales acciones serían redimidas o tales valores representativos de deuda cancelados. Es decir, los accionistas minoritarios serían excluidos de la sociedad, luego de un cierto periodo de tiempo. A diferencia de las técnicas anteriores, esta forma de instrumentar los *squeeze-outs* sí fue aceptada por las cortes americanas (*Matteson v. Ziebart*)<sup>79</sup>. Por ello, durante algún tiempo fue la técnica más utilizada en los Estados Unidos de América para causar la salida de los accionistas minoritarios.

En la actualidad, sin embargo, luego de las modificaciones a las leyes sobre fusiones, lo usual es recurrir a la figura denominada *cash merger*, aunque también se utiliza la modalidad conocida como *reverse stock split*.

El *cash merger* se basa en la misma lógica utilizada en los anteriores procesos de fusión (en las que se entregaba acciones redimibles o instrumentos representativos de deuda), pero permite que se produzca la salida de los accionistas minoritarios desde el primer momento. Bajo esta modalidad, los accionistas mayoritarios pueden estructurar una fusión, otorgándole directamente a los accionistas minoritarios una compensación en dinero (en lugar de valores que serían amortizados o cancelados recién en un segundo momento).

De otra parte, el *reverse stock split* no es otra cosa que incrementar el valor nominal de las acciones de la sociedad, con el propósito de expulsar luego a los accionistas minoritarios cuya tenencia accionaria previa no les permita ser titulares de las acciones con el nuevo valor nominal. Asumamos, por ejemplo, que el capital social de una sociedad es de US\$ 10.000, dividido en 10.000 acciones de un valor nominal de US\$ 1, cada una. El accionista mayoritario es titular de 9.500 acciones. Las 500 acciones restantes se encuentran repartidas entre 100 accionistas, cada uno titular de 5 acciones. En este caso, el accionista de control acordaría incrementar el valor nominal de las acciones de la sociedad a US\$ 100, estableciendo que los accionistas cuya tenencia accionaria previa no sea suficiente para canjearlas por acciones con el nuevo valor nominal recibirán una compensación dineraria por sus acciones. En este caso, el capital social se reduciría a US\$ 9.500, dividido en 95 acciones de un valor nominal de US\$ 100 cada una, todas ellas de titularidad del accionista mayoritario. Los accionistas minoritarios recibirían una compensación dineraria que en conjunto equivaldría a US\$ 500.

Las técnicas antes referidas vienen siendo utilizadas en la actualidad con ciertas variantes o extensiones (conjuntamente con procesos de ofertas públicas de adquisición lanzadas por la propia sociedad, compra de activos, entre otros mecanismos) y, en ciertas ocasiones, luego de haber tratado infructuosamente de motivar la salida de los accionistas minoritarios, mediante la adopción de ciertas medidas que puedan afectar el interés de tales accionistas de seguir permaneciendo en dicha sociedad (e.g. modificación de la política de dividendos, etc.).

<sup>79</sup> En el caso *Matteson v. Ziebart*, no se cuestionó dicho método de exclusión. Se indicó, por el contrario, que dicho proceso de fusión sólo era atacable por el impago de la compensación económica (*appraisal remedy*), que en dicha oportunidad no fue reclamado por el demandante. Al respecto, ver CLARK, Robert, Op. Cit., p. 301.

## 1.2 El "business purpose test" vis-à-vis el "entire fairness test"

Las nuevas técnicas para instrumentar los *squeeze-outs* mencionadas en el apartado anterior no tienen cuestionamientos desde el punto de vista procedimental. Sin embargo, tal como se indicará en el presente apartado, para que un *squeeze-out* en particular sea admitido por las cortes americanas se deberá acreditar que existe un objetivo empresarial detrás de dicha medida.

Si no se logra acreditar dicho objetivo, el *squeeze-out* será rechazado, bajo el entendido que se trata de una figura abusiva, que contraviene los deberes fiduciarios frente a los accionistas minoritarios.

Para determinar la forma en que se verifica la existencia de dicho objetivo empresarial, la jurisprudencia americana (Delaware) ha delineado una serie de criterios (que son comentados a continuación) y ha invertido la carga de la prueba (al haberse cambiado el criterio del *business purpose test* por el denominado *entire fairness test*). En lugar de que sean los accionistas minoritarios (demandantes) los que tengan que acreditar la ausencia de tal objetivo empresarial, son ahora los directores y/o los accionistas de control los que tienen que acreditar efectivamente la existencia de un objetivo empresarial.

### (i) El *business purpose test*

En el caso denominado *Singer v. Magnavox Co.*, la Corte Suprema de Delaware marcó el primer hito en lo que se refiere a la necesidad de acreditar un objetivo empresarial al momento de estructurar un *squeeze-out*.

Concretamente, estableció como principio que una fusión realizada con el único propósito de expulsar a los accionistas minoritarios constituía un abuso de tal proceso de reorganización societaria, y que dicha corte se encontraba facultada para objetar dicha fusión, si se acreditaba una violación de los deberes fiduciarios.

En consecuencia, la Corte Suprema de Delaware estableció por primera vez que el derecho a una adecuada compensación económica por su salida (*appraisal remedy*) no era la única herramienta que tenían los accionistas minoritarios excluidos de la sociedad a través de un *cash merger*, sino que también podrían objetar la fusión en sí misma, si se acreditaba la inexistencia de un objetivo empresarial detrás de dicha medida.

### (ii) El *entire fairness test*

A principios de los años ochenta, en el caso denominado *Winberger v. UOP, Inc.* la Corte Suprema de Delaware cambió el criterio jurisprudencial que se venía aplicando desde el mencionado caso *Singer v. Magnavox Co.*

Esta vez, la Corte Suprema de Delaware destacó que para establecer si efectivamente existía un objetivo empresarial detrás de un *squeeze-out*, era necesario adoptar como criterio el *entire fairness test*, que entre otros aspectos, implica fundamentalmente el traslado de la carga de la prueba a los directores y/o accionistas de control que llevan a cabo el *cash merger*. Tal cambio de control se produce porque bajo el criterio anterior (*business purpose test*) podría resultar sumamente complicado para los accionistas minoritarios acreditar la falta de un verdadero objetivo empresarial.

En dicho precedente se estableció que una fusión con una empresa vinculada al accionista mayoritario era una típica situación de conflicto de intereses, por lo que la carga de la prueba de que se han cumplido los deberes fiduciarios debe recaer precisamente en aquellas personas en las que recaen dichos deberes. Si bien los accionistas minoritarios (demandantes) deberán proporcionar alguna prueba inicial respecto a la infracción de tales deberes fiduciarios, la carga de la prueba final deberá recaer en los demandados.

En dicho precedente judicial se estableció que los accionistas minoritarios también mantenían su derecho a solicitar una compensación económica adecuada por dicha salida (*appraisal remedy*). Para ello, se liberalizaron los mecanismos de valoración utilizados para determinar la compensación económica. Entre otros métodos, se permitiría utilizar métodos de descuento de los potenciales ingresos derivados de dichas acciones (*discounted cash flow techniques*), testimonios de expertos sobre el valor con prima de la empresa luego de la fusión, etc.

## 2. La experiencia europea

La experiencia europea en el tratamiento de los *squeeze-outs* es algo distinta de la estadounidense y, en ciertos países, es inclusive más permisiva. En Europa, generalmente, está relacionada con la posibilidad de que el accionista mayoritario pueda integrar completamente dicha sociedad al grupo de sociedades al que pertenece, aunque en algunos casos, su ámbito de aplicación es mayor.

Seguidamente, veremos el tratamiento actual de los *squeeze-outs* en algunos países europeos, así como el proyecto de directiva comunitaria europea sobre ofertas públicas de adquisición (*Directive on Takeover Bids*) que reflejan hacia dónde apunta el futuro de esta figura en los países de la Unión Europea.

### 2.1 La legislación sobre *squeeze-outs* en los países de la Unión Europea

En los años ochenta (y fundamentalmente en los años noventa), diversos países de la Unión Europea introdujeron diversas modificaciones a su normativa interna para permitir que el accionista de control pueda excluir directamente a los accionistas minoritarios de una sociedad, sin necesidad de recurrir a operaciones societarias complejas. Ejemplos de ello son Holanda, Bélgica, Francia, Austria, Inglaterra, Italia y Suiza. Veamos, las particularidades de dichas legislaciones.<sup>21</sup>

#### (i) Holanda

El Código civil holandés permite desde 1988, que en las sociedades anónimas y en las sociedades de responsabilidad limitada, una mayoría de socios con al menos 95% del capital social puedan reclamar a los socios minoritarios la transmisión de sus acciones, a cambio de un pago al contado. Para estos efectos, la legislación holandesa no exige la existencia de un grupo de sociedades ni que los accionistas mayoritarios hayan obtenido su participación accionaria a través de una oferta pública de adquisición.

Adicionalmente, en los casos de fusión, se permite que los accionistas minoritarios que no alcancen el 10% del capital social reciban un pago en dinero

<sup>21</sup> El resumen de dichas legislaciones que se indica en este apartado ha sido elaborado sobre la base del trabajo efectuado por el FORUM EUROPAEUM DERECHTO DE GRUPOS. Al respecto, ver: FORUM EUROPAEUM DERECHTO DE GRUPOS, Op. Cit., pp. 322.

u otra prestación (e.g. obligaciones emitidas por la sociedad), en lugar de que se les entregue acciones o participaciones en la sociedad resultante.

(ii) **Bélgica**

En Bélgica, se permite que los accionistas mayoritarios de la sociedad que dispongan como mínimo del 95% de los votos en una sociedad anónima (solo en el caso que coticen en bolsa), se encuentran facultados para excluir a los accionistas minoritarios. Este derecho general de exclusión se reconoce sin más condiciones o limitaciones.

(iii) **Francia**

En 1993, se introdujo en Francia una modificación al *Règlement général du Conseil de marchés financiers*. Luego de dicha modificación, si como consecuencia de una oferta pública de *retrait*,<sup>27</sup> el accionista mayoritario logra obtener por lo menos el 95% de los derechos de voto de una sociedad, tiene derecho a exigir a los accionistas minoritarios que le transfieran sus acciones, previo pago de una indemnización.

(iv) **Austria**

A partir de 1996, se permite en Austria que en los casos de fusión de sociedades anónimas o de sociedades de responsabilidad limitada, se excluya a los accionistas minoritarios que tengan en conjunto menos del 10% del capital social.

En tal caso, los accionistas minoritarios tienen derecho a reclamar a los accionistas mayoritarios una compensación económica al contado que puede ser objeto de comprobación por los tribunales.

(v) **Inglaterra**

Conforme a las modificaciones realizadas en 1985 a la *Companies Act* inglesa, el oferente, que por medio de una oferta de adquisición ha adquirido como mínimo el 90% del capital social, puede en un plazo determinado comprar la tenencia accionaria de los accionistas minoritarios.

En el caso inglés, el derecho de exclusión de las minorías es admitido solo en el marco de una oferta pública de adquisición.

(vi) **Italia**

Luego de las modificaciones efectuadas en 1998 a las normas que regulan el mercado financiero, en Italia se permite que el oferente que tras una oferta de adquisición adquiera como mínimo el 90% de los derechos de voto de una sociedad, tenga el derecho a adquirir la tenencia accionaria de los accionistas minoritarios.

(vii) **Suiza**

En Suiza, a partir de 1995, se permite que los socios que luego de una oferta

<sup>27</sup> La oferta pública de *retrait* es una oferta pública destinada a excluir las acciones de un mecanismo centralizado de negociación similar a la oferta pública de compra por exclusión personal.

pública de adquisición obtengan el 98% de los derechos de voto de una sociedad, puedan interponer una demanda de exclusión contra el resto de los accionistas minoritarios a cambio de la correspondiente compensación económica de conformidad con el precio de la oferta previamente lanzada. Todos los accionistas interesados pueden adherirse al proceso y la sentencia tiene efectos *erga omnes*.

El recuento de tales legislaciones nos muestra que cada vez más se considera en Europa la necesidad de otorgar a los accionistas de control un mayor margen de maniobra cuando alcanzan una participación accionaria casi absoluta en la sociedad (generalmente, ello se considera cuando el accionista mayoritario adquiere entre el 90% y el 95% de las acciones de la sociedad, aunque existen casos como en Suiza, en los que se requiere una participación accionaria mínima equivalente al 98%). Todo ello con el objeto primario de que se puedan integrar dichas sociedades completamente a los intereses del grupo al que pertenece.

Destaco, sin embargo, que aquellos no son los únicos casos en que se puede llevar a cabo un *squeeze-out*. Aquel mecanismo constituye un procedimiento simplificado (pues existe una ley que básicamente otorga una opción de compra a los accionistas mayoritarios), pero nada obsta para que de acuerdo a la legislación de cada uno de dichos países también se puedan estructurar operaciones societarias que tengan por efecto la exclusión de los accionistas minoritarios.<sup>23</sup>

### 3. El proyecto de directiva comunitaria sobre ofertas públicas de adquisición y nuevas tendencias en Europa sobre los *squeeze-outs*

En octubre de 2002, la Comisión Europea presentó al Parlamento Europeo una nueva propuesta para una directiva comunitaria sobre ofertas públicas de adquisición. Entre otros puntos, en dicha directiva se establece que si una persona adquiere una participación casi absoluta de una sociedad como resultado de una oferta pública de adquisición, tendrá derecho a adquirir las acciones de los accionistas minoritarios, obligándolos a vender sus acciones a un precio justo. Se agrega que tomando en consideración las diferentes tradiciones jurídicas nacionales, los Estados miembros de la Unión Europea deberán establecer un umbral mínimo ya sea en relación con el capital (entre 90% y 95%) o en relación con el número de aceptaciones a la oferta (al menos 90%).<sup>24</sup>

Dicha directiva contempla el derecho de exclusión de los accionistas minoritarios como contrapartida al derecho de separación que tienen los accionistas minoritarios en aquellas jurisdicciones en las que exista la obligatoriedad de lanzar una oferta pública de adquisición cuando se pretende adquirir el control de una sociedad.

<sup>23</sup> Al respecto, recomendamos revisar: PAZ-ARES, Cándido, Op.Cit. En dicho artículo, PAZ-ARES analiza la legislación española para indicar cómo si es posible estructurar un *squeeze-out* a través de las disposiciones societarias de dicho país. En dicho caso, PAZ-ARES hace referencia a la aprobación del anteproyecto del Código de Sociedades Mercantiles, en el que básicamente se estaría proponiendo establecer que cuando un accionista adquiriera el 90% de los derechos de voto de una sociedad tendrá derecho a adquirir las acciones de los accionistas minoritarios. Si bien en el caso español aún se trata de un proyecto de norma, se infiere de dicho artículo que si dicho anteproyecto es aprobado, nada obsta para que se puedan seguir utilizando otras técnicas para la instrumentación de los *squeeze-outs* a partir de las normas societarias.

<sup>24</sup> Para mayores alcances, recomendamos revisar: THE HIGH LEVEL OF GROUP COMPANY LAW EXPERTS, *Issues related to takeover bids*, Bruselas, 2002.

El fundamento de dicha directiva ha sido destacado por el FORUM EUROPAEUM DERECHO DE GRUPOS, el cual resalta que:

*"(...) resulta indiscutible el que un determinado ordenamiento obligue a los grandes accionistas a adquirir el control sobre la sociedad mediante una oferta de adquisición, con el gasto financiero que ello supone, sin darles la oportunidad de comprar a la minoría restante. Tiene más sentido, por tanto, reconocer un derecho de adquisición o exclusión sobre los pequeños accionistas (freeze out, squeeze out) y, de forma análoga, atribuir a estos últimos un derecho de separación más una adecuada indemnización económica".<sup>25</sup>*

Luego de que se ha hecho público dicho proyecto de directiva, también se encuentra en revisión en Europa si dicho derecho de exclusión debe limitarse únicamente a los casos relacionados con ofertas públicas de adquisición obligatorias, o si simplemente debe ser un derecho del accionista de control luego de adquirir una participación accionaria superior a un determinado umbral mínimo.<sup>26</sup> También se discute si dicho derecho de exclusión debe limitarse únicamente a las sociedades que cotizan en bolsa, o si debe extenderse para todo tipo de sociedades.<sup>27</sup>

En relación con estos temas, resulta aleccionadora la propuesta de THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS al indicar cómo deberían tratarse los *squeeze-outs* en la Unión Europea. Concretamente, recomiendan que los Estados miembros de la Unión Europea sean requeridos a establecer en sus legislaciones internas derechos de exclusión (*squeeze-out*) y de separación (*sell-out*) de los accionistas minoritarios, cuando un accionista mayoritario alcance una participación accionaria entre 90% y 95%. Asimismo, agregan que dichas normas deberían ser aplicables para las sociedades anónimas aunque no estén listadas, pero que se requeriría un estudio mayor para establecer un régimen similar en las sociedades anónimas cerradas.<sup>28</sup>

En resumen, y aun cuando la directiva comunitaria sobre ofertas públicas de adquisición pueda ser materia de un intenso debate en el Parlamento Europeo, considero que la tendencia en Europa respecto a los *squeeze-outs* se encuentra cada vez más delineada. En resumen, se considera que los *squeeze-outs* constituirían una herramienta que facilitaría una eficiente práctica mercantil, por lo menos en aquellos casos en los que el accionista de control adquiere una participación casi absoluta en una sociedad (superior al 90%).

#### IV. LOS SQUEEZE-OUTS EN EL PERÚ

La racionalidad económica de los *squeeze-outs* y la experiencia comparada estadounidense y europea comentada en los apartados anteriores, nos permiten quizás desmitificar algunas de las ideas preconcebidas y adversas que podríamos tener respecto a esta figura.

<sup>25</sup> FORUM EUROPAEUM DERECHO DE GRUPOS, Op. Cit., pg. 522.

<sup>26</sup> FORUM EUROPAEUM DERECHO DE GRUPOS, Op. Cit., pg. 522.

<sup>27</sup> FORUM EUROPAEUM DERECHO DE GRUPOS, Op. Cit., pg. 528.

<sup>28</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Recommendations on a modern regulatory framework to the EU for company law*, Bruselas, 2002, pg. 110. El texto original en versión inglesa indica: "We therefore recommend that Member States should be required to create such squeeze-out and sell-out rights at a level to be set at a 90% as a minimum and 95% as a maximum majority on a class by class basis, for listed and open companies. Before applying a similar regime to closed companies, further study into the relationship with contractual exit arrangements is required".

Sin embargo, ello por sí solo no constituye una prueba suficiente de que los *squeeze-outs* puedan ser estructurados en nuestro país. En el Perú, no existen leyes que expresamente habiliten al accionista de control a adquirir las acciones de los accionistas minoritarios, ni tampoco criterios jurisprudenciales favorables a estas medidas.

En tal sentido, para fundamentar por qué considero que los *squeeze-outs* sí pueden ser estructurados en el Perú, resultará necesario que me refiera a los espacios que ofrece el Derecho societario peruano para instrumentar estas medidas, así como a las posibles objeciones que podrían surgir sobre la base de la figura del abuso del derecho (esto último dentro del propio marco del Derecho de Sociedades) o por los preceptos constitucionales referidos al derecho de propiedad.

## 1. Análisis del Derecho de Sociedades peruano

### 1.1 Mecanismos para instrumentar los *squeeze-outs* en el Derecho de Sociedades peruano

Al comentar la experiencia estadounidense, hice referencia a una serie de técnicas que se habían implementado en los Estados Unidos (Delaware) para instrumentar los *squeeze-outs*. En el presente apartado, me referiré a dichos mecanismos (y algunos otros) con el objeto de determinar si el Derecho societario peruano permite la instrumentación de esta figura en nuestro país.

#### (i) Aumento del valor nominal y posterior reducción del capital (*reverse stock split*)

Tal como ya he adelantado (ver supra III.1), este procedimiento de exclusión de accionistas se instrumenta a través de dos etapas. En la primera, se adopta un acuerdo para incrementar el valor nominal de las acciones de la sociedad, otorgando un plazo a los accionistas minoritarios para que efectúen aportes que les permita completar el nuevo valor nominal de las acciones. En un segundo momento, se adopta un acuerdo de reducción de capital, reintegrando el valor de sus aportaciones a los accionistas que no cubran el nuevo valor nominal de las acciones.

En mi opinión, sin embargo, esta técnica para instrumentar los *squeeze-outs* se enfrenta en la legislación societaria peruana con algunos escollos que son difíciles de superar. Concretamente, me refiero al artículo 199<sup>26</sup> de la Ley General de Sociedades (que impide imponer a los accionistas nuevas obligaciones de carácter económico sin su consentimiento) y al artículo 217<sup>27</sup> de la Ley General de Sociedades (que no permite reducir el capital afectando solo a algunos accionistas y de manera desigual sin contar con el voto favorable de la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto).

---

<sup>26</sup> El artículo 199 de la Ley General de Sociedades establece que: "ninguna modificación del estatuto puede imponer a los accionistas obligaciones de carácter económico, salvo para aquellos que hacen de tal modificación expresa o tácita aceptación en la junta general o que la hayan ratificado sucesivamente de manera individual (...)".

<sup>27</sup> El artículo 217 de la Ley General de Sociedades establece que: "(...) La reducción debe afectar a todos los accionistas o por parte de su participación en el capital sin modificar su porcentaje accionario o por partes que se debe aplicar por igual a todos los accionistas. Cuando se trate de una reducción drástica, ella debe ser aprobada por unanimidad de los accionistas accionistas con derecho a voto (...)".

Estos reparos han sido precisamente destacados por el Tribunal Registral de la Oficina Registral de Lima y Callao (mediante Resolución N° 276-2000-ORLC/TR) al analizarse un caso muy similar al planteado.<sup>31</sup> En este caso, se consideró que este mecanismo de exclusión de los accionistas minoritarios vulneraba los artículos 199 y 217 de la Ley General de Sociedades.

### (ii) Procesos de reorganización societaria

Con el objeto de superar los reparos que podrían plantearse a partir de los artículos 199 y 217 de la Ley General de Sociedades, la exclusión de los accionistas minoritarios podría estructurarse a través de un proceso de reorganización societaria que recoja criterios de exclusión similares a los mencionados en el acápite (i) anterior.

Bajo este esquema, la sociedad sería absorbida por una sociedad vehículo controlada íntegramente por los accionistas mayoritarios, estableciéndose una relación de canje que permita excluir a la mayor parte de los accionistas minoritarios. Los accionistas que por su tenencia accionaria no tengan un número de acciones suficientes para participar en el intercambio de acciones, tendrían derecho a que se les devuelva el valor de sus aportaciones en dinero.<sup>32</sup>

Bajo este mecanismo, en mi opinión sí podría llevarse a cabo un *squeeze-out*. Nótese, sin embargo, que en el Perú no pueden utilizarse técnicas como las utilizadas en el derecho estadounidense (*cash mergers* o entrega de instrumentos representativos de deuda), pues para ello se requeriría modificar la legislación societaria peruana sobre fusiones.

### (iii) Derecho de exclusión previsto en el estatuto social

De acuerdo con el artículo 248 de la Ley General de Sociedades, el estatuto de una sociedad anónima cerrada puede contemplar causales de exclusión de los accionistas. En dicho artículo, no se establece que dichas causales de exclusión estatutaria se deban vincular necesariamente a incumplimientos de dicho accionista, por lo que incluso deja espacio para establecer causales de exclusión objetivas.<sup>33</sup>

<sup>31</sup> En tal caso, se pretendía incrementar el valor nominal de las acciones de S/. 1.00 a S/. 100.000,00.

<sup>32</sup> Nótese que para determinar estas compensaciones económicas se debe explicar adecuadamente en el proyecto de fusión los criterios de valorización empleados para la determinación de la relación de canje entre las respectivas acciones de las sociedades participantes en la fusión. Estos criterios de valorización deberán tener un sustento técnico, y deberán basarse en criterios de razonabilidad y de equidad.

<sup>33</sup> Garrigues al referirse a las causales de exclusión estatutaria que pueden establecerse en la sociedad de responsabilidad limitada española cita como ejemplos de hipotéticas causas de este tipo el vencimiento de un plazo, el incumplimiento de una condición, las incompatibilidades de intereses y el que un socio se ausente del lugar del domicilio social. Al respecto, ver: GARRIGUES, Joaquín. *La exclusión de un socio de la s.r.l. for. Sociedades de responsabilidad limitada. Conferencia del curso del año 1954*, Colegio Notarial de Barcelona, 1955. pp. 64-65.

Destaca, sin embargo que en España han existido también opiniones más restrictivas respecto a los alcances de las previsiones de exclusión estatutaria. Por ejemplo, la Dirección de los Registros y del Notariado en su resolución del 13 de enero de 1984 declaró que "un cuando los aspectos pecan en el artículo 11 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada no constituyen en sí mismas cláusulas, y que si fueran otras normas no comprendidas en su texto, de acuerdo con el principio de libertad de pactos ... siempre habrían de tener la limitación de circunscribirse a conductas del excluido que impliquen un incumplimiento en sus deberes y obligaciones para con la Sociedad". La referenciada esta precedente registral fueron obtenidas de CONSEJO GENERAL DE LOS COLEGIOS OFICIALES DE CORREDORES DE COMERCIO *La exclusión de la Sociedad de Responsabilidad Limitada*. Madrid: Dykinson, S.L., 1994. p. 807.

Adicionalmente, debo mencionar que conforme al nuevo criterio jurisprudencial adoptado por el Tribunal Registral de la Oficina Registral de Lima y Callao, adoptado mediante Resolución N° 104-2001-ORLC/TR, no existe impedimento alguno para incorporar causales de exclusión de accionistas en el estatuto de una sociedad anónima ordinaria, por cuanto se ha considerado que no existe norma que lo prohíba. En dicha resolución, se ha indicado que la exclusión de accionistas no es una característica especial de las sociedades anónimas cerradas; y por ello no existe inconveniente en incluir en el estatuto de una sociedad anónima ordinaria disposiciones previstas para las sociedades anónimas cerradas que no contravengan la regulación de las primeras.

En este contexto, resultaría posible a la luz de la legislación societaria peruana (sustentado en tal criterio jurisprudencial) instrumentar un *squeeze-out* mediante la introducción de causales de exclusión objetivas en el estatuto social de una sociedad anónima.

Para ello, en un primer momento, se acordaría la modificación estatutaria con las mayorías requeridas por ley, o según sea el caso, por el estatuto social. En tal caso, no se requerirá el consentimiento de los potenciales accionistas afectados, pues el único supuesto en que la Ley General de Sociedades requiere de tal consentimiento es cuando se planea imponerle obligaciones de carácter económico.<sup>32</sup> En un segundo momento, se llevaría a cabo la exclusión de los accionistas, luego de que se verifique la causal objetiva que ya se habría introducido en el estatuto social (e.g. cuando el accionista mayoritario adquiera una participación accionaria superior a un determinado porcentaje, etc.)

#### (iv) Transferencia de activos

Bajo este mecanismo, los principales activos del negocio de la sociedad serían transferidos a una nueva sociedad controlada íntegramente por el accionista mayoritario a cambio de dinero o de títulos representativos de deuda.

Este mecanismo difícilmente podría estructurarse bajo la legislación peruana a la luz del artículo 133 de la Ley General de Sociedades que impide a los accionistas de una sociedad votar en aquellas situaciones en las que existe conflicto de interés.

#### (iv) Disolución de la sociedad

Bajo esta figura, se acordaría la disolución de la sociedad y se repartiría el haber social resultante, de tal forma que el accionista de control se quede con los principales activos del negocio de la sociedad.

Si bien ello en principio es posible a la luz del artículo 420 de la Ley General de Sociedades (dependiendo de las previsiones estatutarias), en la práctica esta

<sup>32</sup> Al respecto, ver artículo 199 de la Ley General de Sociedades. En mi opinión, este artículo está dirigido únicamente a aquellas disposiciones estatutarias que imponen al accionista la obligación de realizar alguna aportación dineraria o no dineraria, o en general, que lo obliguen a realizar alguna prestación a favor de la sociedad. Sin embargo, no impide que se establezcan otros tipos de obligaciones o restricciones a los accionistas de la sociedad. En concordancia con esta posición, véase el numeral 3 del artículo 200 de la Ley General de Sociedades. En este último caso, se permite establecer limitaciones a la transmisibilidad de los acciones (lo cual puede implicar una serie de nuevas obligaciones o restricciones para los accionistas de la sociedad). Sin embargo, en este caso, la Ley General de Sociedades únicamente otorga a los accionistas que votan en contra el derecho de separación, pero no se requiere el consentimiento de todos los accionistas, para que se adopte tal modificación estatutaria.

técnica de llevar a cabo un *squeeze-out* traería un sinnúmero de complicaciones relacionadas con el proceso de liquidación, con temas fiscales y, en general, con el traspaso de bienes, autorizaciones o permisos para el desarrollo de sus operaciones (de ser el caso) o inclusive para la cesión de los contratos de la primera sociedad.

## 1.2 Respuestas a las eventuales objeciones basadas en la figura del abuso del Derecho

Desde el punto de vista procedimental, el Derecho Societario peruano sí permitiría que los *squeeze-outs* puedan ser instrumentados a través de procesos de reorganización societaria o mediante la incorporación de causales de exclusión objetivas incorporadas en el estatuto social de una sociedad (ver apartado precedente).

Sin embargo, ello por sí solo no es suficiente para determinar si dicha figura es admisible por el Derecho Societario peruano. Para ello, además debe determinarse que la utilización de dichas instituciones para instrumentar los *squeeze-outs* no puede ser calificada como un ejercicio abusivo de los derechos de las mayorías. Pues, en dicho caso, los accionistas minoritarios podrían plantear una acción para que se declare la nulidad de tales acuerdos sobre la base de la figura del abuso del derecho.<sup>36</sup>

Al respecto, vislumbro que las eventuales objeciones que podrían formularse a partir de la figura del abuso del derecho vendrían principalmente por dos caminos distintos. El primero es que se alegue que no existe ningún interés de negocio detrás de dicha medida, y por ende, se trata de un *squeeze-out* que no reporta beneficios para la sociedad (por lo que no se justifica la vulneración del derecho de propiedad). El segundo es que aun cuando pudiera generar beneficios para los accionistas de control, se están utilizando las instituciones societarias con una finalidad distinta a la de su creación.

Para evitar el primero de los cuestionamientos, considero que al igual que en la experiencia comparada resultará necesario acreditar la existencia de un interés empresarial para adoptar dichas medidas (e.g. reducir el número de accionistas para luego solicitar la exclusión de las acciones de los mecanismos centralizados de negociación, integrar completamente a la sociedad dentro de las políticas y el interés del grupo al que pertenece, etc.). Dado lo sensible del tema (pues, se afecta el derecho de propiedad de los minoritarios), si no existe tal interés empresarial, el Poder Judicial podría verse inclinado a prohibir esta figura en el entendido de que se trata del ejercicio de un derecho que no reporta beneficios para nadie y, por tanto no se amerita la transgresión del derecho de propiedad de los accionistas minoritarios.

El segundo de los cuestionamientos también considero que puede ser superado. De una parte, en lo que respecta a los procesos de reorganización societaria, considero que es plenamente legítimo que un proyecto de fusión prevea una relación de *cave* que permita la salida de los accionistas minoritarios, sin que ello desnaturalice tal proceso de reorganización societaria. Por el contrario, constituye en mi opinión, la contrapartida natural al derecho de separación previsto para los accionistas minoritarios y se enmarca dentro de la facultad de dirección natural que tienen los

<sup>36</sup> El artículo 130 de la Ley General de Sociedades establece que “[e]l ejercicio de acciones de nulidad para anular los acuerdos de la junta contrarios y reservas depurativas o que incurren en causas de nulidad previstas en esta Ley o en el Código Civil”. Por su parte, el artículo II del Título Preliminar del Código Civil dispone que “[l]a ley no ampara el ejercicio ni la comisión abusivos de un derecho [...]”.

accionistas de control para decidir la forma cómo se deben implementar tales procesos de reorganización societaria. De otro lado, en lo que respecta al derecho de exclusión, considero que no cabría objeción alguna. Si bien podría eventualmente discutirse si una causal específica de exclusión no reviste ningún criterio mínimo de razonabilidad (y, por tanto, debería ser proscrita), es claro que precisamente la finalidad de estas cláusulas es permitir la exclusión de los accionistas, por lo que no podría alegarse que se está utilizando esta institución societaria para una finalidad distinta de la que fue diseñada.

Finalmente, y con el propósito de evitar cuestionamientos a este tipo de medidas por la figura del abuso del derecho, queda claro que lo esencial será reconocer a los accionistas minoritarios que sean excluidos de la sociedad, una compensación dineraria que efectivamente resarza los costos de su inversión. Si ello no se prevé, toda la operación partirá con un defecto de partida y podrá ser materia de cuestionamientos de diversa clase.

## 2. Análisis de los preceptos constitucionales

La Constitución Política del Perú –al igual que otras constituciones americanas o europeas– consagra el derecho de propiedad y establece que aquél derecho sólo puede ser limitado por causa de seguridad nacional o necesidad pública, declarada por ley. Textualmente, el artículo 70 de la Constitución Política del Perú establece que:

*“El derecho de propiedad es inviolable. El Estado lo garantiza. Se ejerce en armonía con el bien común y dentro de los límites de la ley. A nadie puede privarse de su propiedad sino, exclusivamente, por causa de seguridad nacional o necesidad pública, declarada por ley, y previo pago en efectivo de indemnización justipreciada que incluya compensación por el eventual perjuicio. Hay acción ante el Poder Judicial para contestar el valor de la propiedad que el Estado haya señalado en el procedimiento expropiatorio”.*

Sobre la base de tales disposiciones, queda claro que para determinar la admisibilidad de los *squeeze-outs* en el Perú también resultará necesario revisar si los preceptos constitucionales relativos a la propiedad dejan algún margen para la instrumentación de tal tipo de medidas. Pues, aun cuando el Derecho de Sociedades si lo permitiese, si tales medidas vulneran el derecho constitucional a la propiedad, nada obstaría para que los accionistas minoritarios interpusiesen luego una acción de amparo para que se respete su derecho a la propiedad de las acciones.

En concreto, se deberá determinar si los *squeeze-outs* se enmarcan dentro de las excepciones al derecho de propiedad previstas en la Constitución Política del Perú, a saber, (i) que exista una necesidad pública que justifique la transgresión del derecho de propiedad; y, (ii) que exista una ley que expresamente habilite tal expropiación.

### 2.1 El concepto de “necesidad pública”

El concepto de “utilidad pública” o de “necesidad pública” no tiene un contenido único, sino que varía dependiendo de los intereses particulares que en un determinado momento una sociedad considere conveniente promover.

Concretamente, al referirse al concepto de “necesidad pública” contenido en el artículo 70 de la Constitución Política del Perú, Bernales simplemente destaca que *“la necesidad pública es un concepto que tiene relación con la indispensabilidad para la sociedad*

en su conjunto de hacer o no hacer determinada cosa".<sup>36</sup>

En este contexto, para determinar si los *squeeze-outs* cumplen o no con el requisito de necesidad pública habrá que analizar si los beneficios directos que reportan los *squeeze-outs* a los accionistas de control revierten finalmente a toda la sociedad en su conjunto, de tal forma que se justifique el sacrificio del derecho de propiedad de los accionistas minoritarios.

A este respecto, resulta interesante revisar el análisis constitucional realizado en Europa. Pues, para algunos autores como Paz-Ares, el debate en torno a la constitucionalidad de esta figura se encuentra inclusive ya fuera de discusión. Para Paz-Ares:

"(...) si se satisface la condición de la protección adecuada, no hay motivo para dudar de la compatibilidad de las previsiones legales que permiten o dan carta de naturaleza dentro del ordenamiento societario al *squeeze-out* con la garantía constitucional de la propiedad"

<sup>37</sup>. Inclusive, hace referencia a que dicho "tema se ha suscitado en algunos países vecinos y hoy parece estar zanjado en el sentido de reconocer la plena legitimidad de la figura".<sup>38</sup>

Los países vecinos a los que se refiere Paz-Ares son Alemania y Francia.

En Alemania, el tribunal constitucional se ha ocupado en dos ocasiones acerca de la constitucionalidad de un *squeeze-out* realizado mediante la transmisión del patrimonio total de una sociedad al socio mayoritario con compensación dineraria para los minoritarios. En estos casos, el tribunal constitucional alemán reconoció que se trataba de una figura que se enmarcaba dentro de las garantías constitucionales al derecho de propiedad. De igual forma, recientemente, el Tribunal de Apelación de Osnabrück se ha pronunciado en el mismo sentido al confirmar la constitucionalidad de ciertas regulaciones específicas aprobadas en Alemania para favorecer los *squeeze-outs*.<sup>39</sup>

En Francia, por su parte, la constitucionalidad del *squeeze-out* saltó a la discusión luego de un litigio societario promovido en el año 1995 (*A.D.A.M. vs. Société Générale*) a raíz de la promulgación de la ley que permite el *retrait* obligatorio (ver *supra* III.2). En tal caso, la *Cour d'appel* rechazó el argumento de la eventual violación del Convenio Europeo de Derechos Humanos, alegando que el *retrait* obligatorio respondía a consideraciones de utilidad pública, incluso cuando la colectividad en su conjunto no se sirviera, ni se beneficiara por sí mismo del bien transferido.<sup>40</sup>

Nótese que en el caso francés se recoge expresamente el principio de que el interés general o la utilidad pública no sólo se presenta cuando se beneficia directamente toda la sociedad en su conjunto (e.g. cuando se construye una carretera), sino también cuando en un determinado momento una sociedad considera que el

<sup>36</sup> BERNALES BALLESTEROS, Enrique. *La Constitución de 1993. Análisis comparado*. Lima: Editora Rao S.R.L., 1999. pg. 382.

<sup>37</sup> PAZ-ARES, Cándido. Op. Cit., pp. 33.

<sup>38</sup> PAZ-ARES, Cándido. Op. Cit., pp. 33.

<sup>39</sup> Las referencias a esta jurisprudencia alemana ha sido extraído de PAZ-ARES, Cándido. Op. Cit., pg. 33.

<sup>40</sup> Las referencias a esta jurisprudencia francesa ha sido extraído de ALFREDO, Pierre. *El precio ofrecido en la oferta de exclusión: una aproximación comparativa franco-española*. En: *Revista de Derecho Mercantil* N. 237. Gráficas Aguirre Campos, Madrid, 2000. pp. 1214-1215.

beneficio directo e individual de determinados sujetos reporta también un significativo beneficio indirecto para toda la sociedad en su conjunto. Este criterio sirve para justificar porque no es incompatible con el concepto de necesidad pública el hecho de que un único sujeto sea el beneficiario directo, pues lo determinante será establecer si existe algún tipo de beneficio ulterior para toda la sociedad que amerite el sacrificio del derecho de propiedad.

Destaco que los criterios que explícitamente se expusieron en dicha resolución francesa no son tampoco una novedad en el Perú. Ello se aprecia ya en diversas normas civiles que permiten a algunos sujetos apropiarse de ciertos bienes ajenos,<sup>41</sup> bajo determinadas circunstancias, sin que nadie discuta la constitucionalidad de dichas normas. El fundamento de dichas normas civiles es el mismo: aunque un solo individuo sea el beneficiario directo, ello no obsta para que se produzca un beneficio ulterior para toda la sociedad que amerite ser privilegiado.

Dado este contexto, y aun cuando reconozco que la necesidad pública de los *squeeze-outs* todavía requerirá ser delineada en nuestro país (i.e. se requiere establecer con claridad bajo qué condiciones los *squeeze-outs* efectivamente reportan un beneficio significativo que amerite sacrificar el derecho de propiedad de los minoritarios<sup>42</sup>), considero que si efectivamente se acreditan los beneficios que reporta esta figura para lograr un manejo cada vez más eficiente y competitivo de las empresas peruanas, podrá válidamente calificar dentro del concepto de "necesidad pública", recogido en los preceptos constitucionales que establecen excepciones al reconocimiento del derecho de propiedad.

### 3. La necesidad de que exista una ley que habilite la expropiación

Según hemos visto, el artículo 70 de la Constitución Política del Perú exige que la necesidad pública sea declarada por ley. Para algunos, tal disposición podría también constituir una limitante para los *squeeze-outs*, pues, se requeriría de una norma especial que declare la necesidad pública de una expropiación, sin que sean suficientes las normas generales sobre fusiones o aquellas que permiten establecer supuestos de exclusión estatutaria.

Para dar respuesta a dicha eventual objeción, considero que lo más adecuado es que atendamos a cuál es el sentido de tal disposición constitucional. No es otro que otorgar a través del principio de legalidad (ley en sentido formal) una garantía a los posibles afectados frente a los actos arbitrarios que podría adoptar la administración pública, en los casos en que la expropiación es motivada por el propio Estado.<sup>43</sup> Es decir, que no existan expropiaciones, a través de normas reglamentarias

<sup>41</sup> Ejemplos de ello, lo encontramos en el artículo 945 del Código Civil (redimensión o siembra con materiales, plantas o semillas ajenas) o en el artículo 995 del Código Civil (sustitución de medianería).

<sup>42</sup> Por ejemplo, en el caso que un accionista alcance una participación casi absoluta en una sociedad (para permitirle integrar dicha sociedad al grupo de sociedades al que pertenece) o cuando el número de accionistas constituya una barrera para solventar la exclusión de las acciones de una sociedad del RPMV.

<sup>43</sup> Es este sentido, se pronunció Páido al comentar (artículo 33) de la Constitución española que establece que: "Nadie podrá ser privado de sus bienes y derechos sino por causa justificada de utilidad pública o interés social, mediante la correspondiente indemnización y de conformidad con lo dispuesto por las leyes".

Particularmente, Páido comenta que: "En cuanto dicha garantía es de aplicación específica del principio de legalidad en materia de expropiación forzosa, su ámbito principialmente frente a la Administración, con lo cual a ello, puede someterse por las leyes formales, incluidas las singulares, caben por sí mismas en su ámbito cualquiera sea el procedimiento expropiatorio que establezcan, al cual, obviamente, tendrá que ajustarse la Administración". PULIDO QUECEDO, Manuel. *La Constitución española*. Pamplona: Aranzadi, 1996. pp. 954.

o por actos administrativos de funcionarios públicos.

En los casos materia de análisis, sin embargo, no nos encontramos ante el supuesto típico de la expropiación realizada por el Estado, sino ante la privación del derecho de propiedad de un particular (que también calificaría como una expropiación) realizada por otro particular, sobre la base de normas legales que han sido dictadas precisamente para regular tales relaciones privadas. En estos casos, la expropiación de las acciones de los minoritarios se produciría al amparo de una ley en sentido formal (la Ley General de Sociedades), y por tanto, sería perfectamente compatible con tales disposiciones constitucionales.

Un ejemplo que permitiría corroborar esta posición es el que se presenta en el caso en que los accionistas de control acuerdan disolver una sociedad y repartirse el haber social. En este caso, tal acuerdo de disolución no puede ser bloqueado por los accionistas minoritarios (pues, se adopta con las mayorías respectivas) ni tampoco pueden impedir que como consecuencia de dicho acuerdo se les prive de sus acciones. En estos casos, no se requiere ninguna ley especial para que proceda esta "expropiación" privada, y sin embargo nadie discute la constitucionalidad de tal tipo de leyes.

## V. CONCLUSIONES

1. Los *squeeze-outs* son una figura que cobra cada vez mayor difusión. La experiencia comparada se muestra permisiva a dicha figura en tanto se considera que favorece el desarrollo de los negocios y de una eficiente práctica mercantil.
2. Por las consideraciones expuestas a lo largo de este artículo, considero que los *squeeze-outs* pueden ser instrumentados válidamente en el Perú, bajo determinadas circunstancias. Para ello, sin embargo, se requerirá definir cuáles de dichas circunstancias son en el caso peruano perfectamente compatibles con el concepto de necesidad pública que establecen los preceptos constitucionales relativos a la propiedad.