



# HACIA UNA REGULACIÓN DE LOS SQUEEZE-OUT EN EL PERÚ

---

*Autor: Carlos Torres Morales*

# HACIA UNA REGULACIÓN DE LOS SQUEEZE-OUT EN EL PERÚ

## Toward a regulation of Squeeze-out in Peru

Carlos Torres Morales<sup>1</sup>

### SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Accionista mayoritario versus accionista minoritario.
- III. La tendencia mundial.
- IV. Alternativas al Squeeze-Out en la legislación societaria peruana.
- V. Incorporación del Squeeze-Out en la Ley General de Sociedades.
- VI. Conclusiones.

### Resumen

La posibilidad de que el socio de control excluya a los minoritarios con el fin de concentrar el cien por ciento de las acciones es analizado en el presente artículo. Se trata de una figura societaria no regulada en forma expresa en nuestra legislación, pero bastante difundida en la legislación europea, americana y con algunas novedades en nuestro continente. Existen, sin lugar a dudas, beneficios para el socio de control y perjuicios para el minoritario que se ve obligado a apartarse de la sociedad. Sin embargo, consideramos que son mayores los beneficios, incluso para la propia sociedad, por lo cual proponemos su regulación en nuestra ley general de sociedades bajo determinadas condiciones y mecanismos de "compensación" para el socio minoritario.

### Palabras clave

Squeeze-out/ exclusión/ mayoritario/ minoritario.

### Abstract

The possibility of the controlling shareholder excluding minority shareholders in order to concentrate one hundred percent of the shares is analyzed in this article. It is a corporate concept not expressly regulated in our legislation, but quite widespread in European and American legislation and with some novelties in our continent. There are, without a doubt, benefits for the controlling shareholder and damages for the minority shareholder who is forced to leave the company. However, we believe that the benefits are greater, even for the company itself, which is why we propose its regulation in our companies law under certain conditions and "compensation" mechanisms for the minority shareholder.

### Key words

Squeeze-out/ exclusion/ majority/ minority

---

<sup>1</sup> Abogado por la Universidad de Lima. Magíster en Derecho Empresarial por la misma Universidad. Con estudios de Doctorado por la Universidad de Sevilla, España. Profesor del curso Comercial III en la Universidad de Lima, Socio Principal del Estudio Torres y Torres Lara & Asociados Abogados. Especialista en derecho societario y cooperativo. Email: [ctorres@tytl.com.pe](mailto:ctorres@tytl.com.pe).

## I. INTRODUCCIÓN

Nuestra legislación societaria no regula los llamados “squeeze out” o “freeze-out”<sup>2</sup>, es decir, no establece un mecanismo que de manera directa permita al socio de control, deshacerse de los socios minoritarios. En este sentido, siguiendo a Christian Hoedl<sup>3</sup>, en el presente artículo consideraremos a los Squeeze Out como cualquier forma de exclusión de socios minoritarios por decisión unilateral del socio mayoritario, que busca adquirir la totalidad del capital social.

Es una forma de exclusión muy particular, pues tradicionalmente se ha vinculado a la “exclusión de socios” con sociedades personalistas (p.e. sociedad colectiva) y generalmente como la respuesta (sanción) a una infracción cometida por un socio que quebranta de tal manera la relación societaria que hace imposible continuar con ella. Y aun en los casos en que el concepto de exclusión se ha extendido a “[...] cualquier circunstancia subjetiva (conductual o no) que afecte gravemente todo aquello que la sociedad tenía derecho a esperar del socio en virtud del contrato”<sup>4</sup>, no puede equipararse a los squeeze-out. En efecto, si bien en ambos casos se produce la salida del socio, el squeeze-out no se activa como consecuencia de un incumplimiento por parte de un socio, sino por la decisión unilateral del socio mayoritario de concentrar el cien por ciento de la participación accionarial en la sociedad.

Y es precisamente esta decisión unilateral la característica que mayor polémica genera en el derecho societario, pues como también se ha señalado, equivale a una “expropiación por razones de utilidad privada”, lo que ha llevado a preguntarse si realmente esta figura debe permitirse o proscribirse por violentar el derecho de propiedad del accionista o por ser un mecanismo que permita un ejercicio abusivo del derecho por parte del accionista mayoritario que encuentra incómodo seguir contando con “accionistas minoritarios”.

## II. ACCIONISTA MAYORITARIO VS ACCIONISTA MINORITARIO

Nuestra Ley General de Sociedades (LGS), reconoce una serie de derechos de carácter general a todos los accionistas por el simple hecho de serlo y ostentar la titularidad de por lo menos una acción, como lo son el derecho de información, de ser convocado y participar en las juntas, de votar, impugnar acuerdos, de solicitar la convocatoria de la junta obligatoria anual, promover la pretensión individual de responsabilidad contra los directores y gerente, de separarse de la sociedad en determinados supuestos, solicitar la nulidad de los acuerdos; entre otros. A estos derechos se adicionan otros en función a la mayor titularidad de las acciones. Así, por ejemplo, accionistas que representan no menos del diez por ciento tienen derecho a disponer que la sociedad tenga auditoría externa anual o el derecho a solicitar revisiones e investigaciones especiales sobre aspectos concretos de la gestión o de las cuentas de la sociedad y con relación a materias relativas a los últimos estados financieros. Por su parte, los accionistas que representan no menos del veinte por ciento, tienen adicionalmente el derecho a solicitar la convocatoria a junta general precisando los temas que desean tratar en la misma; solicitar que la junta general se realice con la presencia de un notario; derecho a solicitar una medida cautelar de suspensión del acuerdo que haya sido impugnado;

<sup>2</sup> Ambos términos son utilizados como sinónimos para el civil law. Así, para el common law, de donde provienen, los squeeze-out son todas aquellas operaciones que promueven los accionistas mayoritarios (controladores) para generar en los minoritarios toda clase de desincentivos que los lleve a transferir su participación en la sociedad. En cambio, los freeze-out son todos aquellos actos que están expresamente dirigidos a excluir a los socios minoritarios.

<sup>3</sup> “Squeeze-outs: su racionalidad económica y su validez constitucional y legal. Las ventajas de su regulación societaria”. Ponencia presentada en el Congreso Internacional de Derecho Corporativo “Un mundo sin fronteras”, realizado en la Universidad de Lima-Perú, el 28, 29 y 30 de mayo de 2019.

<sup>4</sup> Victor Herrada Bazán, *La exclusión en la Ley General de Sociedades*, (Lima: Gaceta Jurídica, 2017), 57.

derecho a la distribución obligatoria de dividendos hasta por un monto igual a la mitad de la utilidad distribuible, entre otros. Lo mismo, puede señalarse con relación a los accionistas titulares de no menos del veinticinco por ciento, quienes entre otros pueden solicitar el aplazamiento de la Junta General por una sola vez y por un plazo mínimo de 3 días y máximo de 5 días y; finalmente los accionistas titulares del treinta y tres coma tres por ciento, quienes por ejemplo pueden ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad contra los directores.

Pues bien, todos estos constituyen ejemplos de derechos que la LGS ha reservado para los accionistas minoritarios, pero aun con estos derechos, los minoritarios siguen sin tener un poder de decisión determinante, pues el mayoritario con un 66.6% o hasta con un 60%, tiene el control absoluto en la formación de los acuerdos en la SA. En efecto, la regla general (ya que ella puede ser variada a nivel estatuto) es que el quórum necesario para que la Junta pueda tratar los temas contemplados en los incisos 2, 3, 4, 5 y 7 del art. 115 de la LGS es de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto (66.6%) en primera convocatoria y de tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto (60%), en segunda convocatoria.

Ante esta situación, ¿deberíamos aceptar la existencia del *squeeze-out*? ¿es realmente necesario otorgarle este derecho a un accionista mayoritario que cuenta con el 60%, 90%, 95% o 99% de la participación accionarial de la sociedad y, en consecuencia, el voto en contra del minoritario o minoritarios no impedirá que tome la decisión?

## 2.1. Racionalidad económica del “squeeze out”

Conceder este derecho al accionista mayoritario implicaría legalizar un perjuicio al accionista o accionistas minoritarios, quienes se verían forzados a transferir sus acciones sin que ello haya obedecido a una decisión voluntaria. En ese sentido, solo si se llega a la conclusión que los beneficios para el accionista de control son mayores que los perjuicios que deberá soportar el accionista minoritario, podríamos encontrar una racionalidad económica en la medida, a la vez de pensar en mecanismos adicionales que relativicen o compensen adecuadamente el perjuicio que sufrirá el minoritario.

Así, entre los beneficios que esta figura societaria podría generar para el accionista mayoritario tenemos:

### 2.1.1. Posibilidad de adoptar acuerdos en beneficio del Grupo

El grupo de empresas se caracteriza por la existencia de dos o más empresas, que manteniendo su independencia jurídica, son gestionadas bajo un control y dirección unificados con la finalidad de alcanzar un beneficio común. Este beneficio común puede alcanzarse incluso en desmedro del beneficio individual de alguna o algunas empresas del mismo grupo. En pocas palabras, en los grupos de empresas existe un interés grupal, que es mayor que el interés individual de cada uno de sus componentes. Así, por ejemplo, una sociedad del grupo (subsidiaria), podría aprobar que se hipotequen todos sus inmuebles para garantizar un financiamiento internacional que está gestionando su matriz. En este ejemplo, la subsidiaria se ve claramente perjudicada con la decisión adoptada, pues inmoviliza y grava todos sus activos económicamente relevantes, perdiendo de esta manera recursos para operar y desarrollar sus propios negocios, pero, por otro lado, la matriz logrará cumplir con las exigencias de la entidad financiera para el desembolso del crédito solicitado.

Pues bien, si esta empresa, conformante de un grupo, tuviese socios minoritarios (aunque representen el 1%), dicha decisión de gravar los inmuebles no podría adoptarse sin contar con el concurso de los minoritarios, pues la decisión estaría beneficiando solo a un grupo de socios (mayoritario) en perjuicio directo de los minoritarios y de la propia sociedad. En efecto, el art. 133 de la Ley General de Sociedades (LGS), señala 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", precisando en este supuesto, que las acciones del accionista que tenga interés en conflicto no son computables para establecer las mayorías en las votaciones. En pocas palabras, solo las acciones del minoritario (1%, en nuestro ejemplo), se convertirían en el nuevo 100% y serían sus titulares los que aprobarían o no la operación sometida a decisión. Y si aún bajo esta prohibición, el accionista mayoritario, impone su fuerza -desconociendo lo señalado en la norma en comentario- el minoritario queda habilitado para impugnar el acuerdo, y el accionista mayoritario deberá responder por los daños y perjuicios generados por su ilegal actuación.

Resulta pues evidente que para los grupos de empresas, el *squeeze-out* constituye un mecanismo que favorecerá la adopción de acuerdos en beneficio del interés grupal, y si bien esta problemática se observa con claridad, situación similar puede presentarse en cualquier otra sociedad sin que sea parte de un grupo de empresas, pues el accionista mayoritario siempre verá restringido su campo de acción en cuanto a la toma de decisiones si las mismas buscan un beneficio particular en desmedro del beneficio social dentro del cual se encuentra el interés de los minoritarios.

### 2.1.2. Reducción de costos en la toma de acuerdos

Mientras exista un accionista minoritario, titular de por lo menos una acción, la sociedad deberá seguir incurriendo en costos derivados de la imposibilidad de tomar decisiones inmediatas sino respetando las formalidades establecidas en la ley y en el estatuto, relacionadas a la convocatoria de los socios y el derecho de información que les asiste para participar en toda junta que pretenda desarrollarse.

Un único accionista podrá tomar todas las decisiones que estime necesarias, en el momento y forma que mejor le parezca, incluso ejecutando decisiones con cargo a formalizarlas posteriormente, sin temor a ser cuestionado o responsabilizado.

### 2.1.3. Reducción de costos por ejercicio (abusivo) de los derechos de los minoritarios

Como hemos indicado, los accionistas minoritarios tienen derechos reconocidos por la LGS que no pueden ser suprimidos por el mayoritario. Y dependiendo del porcentaje de acciones que represente el minoritario, estos derechos que van desde ser convocado a una junta, hasta exigir que la sociedad cuente con auditoría permanente o que un notario participe en las sesiones, que se convoque a junta con la agenda que ellos proponen o ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad, por ejemplo, significan costos de tiempo y recursos que la sociedad debe asumir, distrayéndose del desarrollo de su actividad económica.

Si bien todos estos son derechos que los minoritarios, dependiendo de su nivel de participación accionarial, podrán ejercer de una manera regular, tampoco es menos frecuente que se utilicen de manera arbitraria o abusiva, con la finalidad de presionar (extorsionar) al accionista mayoritario. Se convierten en "accionistas" que ponen trabas al desarrollo societario, perturbándolo u obstruyéndolo, para obligar al mayoritario a aceptar pretensiones que en una situación de normalidad no serían aceptables.

Imaginemos simplemente una sociedad que ha venido negociando por meses un proyecto de fusión con una sociedad competidora y que, al momento de la toma del acuerdo, los socios minoritarios votan en contra y deciden incluso impugnar el acuerdo adoptado por el mayoritario. En efecto, recordemos que para impugnar un acuerdo se requiere ser titular de una sola acción y haber votado en contra<sup>5</sup> e incluso, si los

<sup>5</sup> Ley No. 26887, Ley General de Sociedades, artículo 140.

accionistas minoritarios llegan a representar un 20%, podrían solicitar al juez que dicte una medida cautelar suspendiendo el acuerdo<sup>6</sup>.

En contraposición, los perjuicios que sufriría un minoritario, serían:

#### 2.1.4. Frustración de su expectativa

Los accionistas por menor participación que tengan en la sociedad tuvieron una motivación para ingresar en ella, con la convicción de mantenerse como socios hasta que por una decisión personal opten por abandonar la sociedad vía una transferencia de sus acciones o ejerciendo (porque así lo deciden), su derecho de separación en los casos que la ley y el estatuto lo contemplen.

El ejercicio del *squeeze-out* rompe unilateralmente las expectativas del minoritario con relación a su vinculación societaria. Se le expulsa, deja de ser socio, no por decisión propia sino por una decisión impuesta. Y estas expectativas que se ven violentadas pueden ser mayores cuanto mayor sea la participación del socio minoritario, pues no es lo mismo ser expulsado teniendo el 49% de las acciones que siendo titular de acciones que representan el 0.01%. Puede estarse quebrando en el primer caso, una vinculación societaria real y completa en cuanto al ejercicio de los derechos políticos y económicos que le confiere su condición de accionista, pues puede tratarse de un accionista minoritario que participa activamente en el quehacer social, mientras que, en el segundo caso propuesto, podríamos estar ante un minoritario con un solo interés económico (inversionista).

Frente a lo expuesto podrá decirse que el minoritario, al ingresar a la sociedad conocía las reglas de juego, como, por ejemplo, la posibilidad de ir siendo "licuado" en su participación accionarial si el mayoritario decide llevar a cabo aumentos de capital en los que, por el volumen, el minoritario no pudiese participar. O, si al momento de integrarse a la sociedad, el ordenamiento societario ya contemplara la figura del *squeeze-out*, sabía que estaba en manos del mayoritario ejercer este derecho o no. En este orden de ideas, la frustración sería mayor para aquellos socios minoritarios que al día de hoy no sienten una *espada de damocles* sobre ellos, por la falta de regulación positiva del *squeeze-out* en el Perú. Así, para estos socios, las reglas de juego habrían cambiado por una decisión del legislador.

#### 2.1.5. Afectación tributaria

Se suele indicar que el ejercicio del *squeeze-out* podría afectar la situación tributaria del socio excluido, pues eventualmente podría realizarse un ingreso gravado con el impuesto a la renta. En efecto, ya sea que el *squeeze-out* se instrumentalice vía la adquisición de las acciones del minoritario por parte de la sociedad o por parte del socio mayoritario, existirá una compensación económica que será reconocida a favor del socio transferente. En ese sentido, en la medida que el ingreso obtenido sea mayor que el costo de adquisición que tuvo que abonar, percibirá una ganancia que calificaría como renta para efectos del Impuesto a la Renta.

#### 2.1.6. Costes de reinversión

El accionista expulsado tendrá que definir en qué nueva actividad invertirá los recursos con que ahora cuenta producto de su salida. Ello, obviamente le generará nuevos costos de tiempo e información para adoptar una decisión adecuada a sus intereses.

Puesta en una balanza la racionalidad económica de la medida, consideramos que la regulación del *squeeze-out* genera mayores beneficios para la sociedad y la actividad

---

<sup>6</sup> Ley No. 26887, Ley General de Sociedades, artículo 145.

empresarial en su conjunto que perjudicó para los afectados. A la par, pueden establecerse mecanismos para que su ejercicio atenúe el perjuicio causado.

### III. LA TENDENCIA MUNDIAL

La tendencia mundial es la de admitir y regular esta figura, aunque mayoritariamente limitada a sociedades cotizadas y ofertas públicas de adquisición. Así por ejemplo en **Europa** el *squeeze-out* se encuentra regulado en la Directiva 2004/25/CE, que contempla como marco general que los legisladores europeos deben reconocer esta figura, pero vinculada a las sociedades cotizadas que fueron objeto de una oferta pública.

Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para permitir que **todo oferente que haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, pueda exigir a los titulares de los valores restantes que le vendan dichos valores.** Del mismo modo, cuando un oferente haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, los titulares de los valores restantes deben tener la posibilidad de obligarle a comprar dichos valores. **Estos procedimientos de venta y compra forzosa deben aplicarse únicamente en condiciones específicas vinculadas a las ofertas públicas de adquisición.** En otras circunstancias, los Estados miembros pueden continuar aplicando las disposiciones nacionales en materia de procedimientos de venta y compra forzosa<sup>7</sup>.

**Inglaterra** fue pionera en esta materia, pues en el derecho anglosajón encontramos regulación sobre la materia desde las *Companies Act* de 1929. Su regulación se ha mantenido restringida en el tiempo, pues pese a las modificaciones introducidas sólo admiten el *squeeze-out* con ocasión de una oferta pública de adquisición, en la cual el adquirente haya alcanzado como mínimo el **90%** del capital social.

979 Right of offeror to buy out minority shareholder

(1) Subsection (2) applies in a case where a takeover offer does not relate to shares of different classes.

(2) If the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired or unconditionally contracted to acquire—

(a) not less than 90% in value of the shares to which the offer relates and,

(b) in a case where the shares to which the offer relates are voting shares, not less than 90% of the voting rights carried by those shares, he may give notice to the holder of any shares to which the offer relates which the offeror has not acquired or unconditionally contracted to acquire that he desires to acquire those shares.

(3) Subsection (4) applies in a case where a takeover offer relates to shares of different classes.

(4) If the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired or unconditionally contracted to acquire—

(a) not less than 90% in value of the shares of any class to which the offer relates, and,

<sup>7</sup> Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, consideración 24.

(b) in a case where the shares of that class are voting shares, not less than 90% of the voting rights carried by those shares, he may give notice to the holder of any shares of that class to which the offer relates which the offeror has not acquired or unconditionally contracted to acquire that he desires to acquire those shares. [...] <sup>8</sup>

Cabe precisar que UK es el único país donde los procedimientos de *squeeze-out* están totalmente integrados en el sistema establecido<sup>9</sup>.

**Alemania en el 2001 y Austria en el 2006** aprobaron dos regulaciones distintas, una para todas las sociedades cotizadas que hayan sido objeto de una oferta pública de adquisición y otras para las demás sociedades. En la misma línea se ubica **Portugal**.

El § 327<sup>a</sup> de la *German Stock Corporation Act* establece lo siguiente en cuanto a las denominadas *squeeze-out*:

Division Four. Squeeze-out of Minority Shareholders  
§ 327a Transfer of Shares for Cash Compensation  
(1) The shareholders meeting of a stock corporation or of partnership limited by shares may resolve upon request of a shareholder holding 95 per cent of the share capital (principal shareholder) the transfer of the other shareholders' (minority shareholders') shares to the principal shareholder against the payment of adequate cash compensation. 2§ 285 (2) sentence 1 shall not apply.  
(2) For the determination of whether the principal shareholder holds 95 per cent of the share capital, § 16 (2) and (4) shall apply.

**Holanda** a través de su Código Civil, permite que el socio titular del **95%** o más de las acciones pueda forzar la transferencia de las acciones del minoritario por un pago al contado. El *squeeze-out* puede aplicarse en todo tipo de sociedades, no estando limitado a aquellas sociedades que formen parte de un grupo de empresas ni a aquellas sociedades en las que la participación accionarial mayoritaria se haya adquirido luego una oferta pública de adquisición.

Por su parte, en **Bélgica** el *squeeze-out* también está permitido pero restringido al caso de sociedades cotizadas en bolsa cuyo accionista mayoritario detente no menos del **95%** de las acciones.

**Francia** permite asimismo el *squeeze-out* a aquellas sociedades que luego de haber efectuado una oferta pública de adquisición, el accionista mayoritario haya alcanzado el **95%** de los derechos de voto, previo pago de una indemnización.

En **Suiza**, se podrá realizar un *squeeze-out* luego de una oferta pública de adquisición en la que el accionista haya obtenido no menos del **98%** de la participación.

En **Estados Unidos**, específicamente en Delaware<sup>10</sup>, la exclusión de los minoritarios se realiza a través de las denominadas *cash out mergers* y *reverse stock splits*. Bajo la primera figura, el accionista de control constituye una sociedad en la que él detenta el 100% de las acciones y luego esta sociedad procede a absorber la *target* entregando a los accionistas minoritarios de la *target*, dinero en lugar de acciones. Sin embargo,

---

<sup>8</sup> Companies Act 2006. Part 28, Chapter 3, 974.

<sup>9</sup> Christoph Van Ded Elst, y Lientje Van Den Steen, "Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights", *HeinOnline*, 2009, 397.

<sup>10</sup> Ver el § 253 del Código de Delaware.



para que esta operación societaria no sea dejada sin efecto por las cortes americanas, el accionista mayoritario deberá justificar que la medida fue apropiada, legal, que no se trató de una medida abusiva y arbitraria y que la contraprestación fue adecuada, todo dentro de un debido proceso en el que los minoritarios estuvieron permanentemente informados y sus derechos cautelados. Por su parte, bajo el *reverse stock Split* se incrementa el valor nominal de las acciones para luego excluir a los minoritarios cuya participación no llega a alcanzar el nuevo valor nominal aprobado.

En **Chile**, respecto de las sociedades anónimas abiertas, la Ley N° 20.382 sobre Gobiernos Corporativos de las Empresas que introdujo modificaciones a la Ley de Sociedades Anónimas N° 18.046 ("LSA"), estableció un derecho de retiro (separación) a favor de los minoritarios que se gatilla por la circunstancia de que un controlador adquiriera el 95% o más de las acciones de la sociedad. Asimismo, se permite que el Estatuto pueda facultar al controlador para exigir que todos los accionistas que no opten por ejercer su derecho a retiro, le vendan aquellas acciones adquiridas bajo la vigencia de esa facultad estatutaria, siempre que haya alcanzado el porcentaje indicado a consecuencia de una Oferta Pública de Acciones ("OPA") por el 100% de las acciones de la sociedad o de la serie de acciones pertinente.

Lo anterior se encuentra regulado en el Artículo 71 bis de la LSA:

**Artículo 71 bis.** También dará derecho a retiro en favor de los accionistas minoritarios, que un controlador adquiriera más del noventa y cinco por ciento de las acciones de una sociedad anónima abierta. Este derecho a retiro deberá ser ejercido dentro del plazo de 30 días contado desde la fecha en que el accionista controlador alcance la participación indicada, lo que se comunicará dentro de los dos días hábiles siguientes a través de un aviso destacado publicado en un diario de circulación nacional y en el sitio en Internet de la sociedad, si ella dispone de tales medios. Asimismo, los estatutos de la sociedad podrán facultar al controlador para exigir que todos los accionistas que no opten por ejercer su derecho a retiro, le vendan aquellas acciones adquiridas bajo la vigencia de esa facultad estatutaria, siempre que haya alcanzado el porcentaje indicado en el inciso anterior a consecuencia de una oferta pública de adquisición de acciones, efectuada por la totalidad de las acciones de la sociedad anónima abierta, o de la serie de acciones respectiva, en la que haya adquirido, de accionistas no relacionados, a lo menos un quince por ciento de tales acciones. El precio de la compraventa respectiva será el establecido en dicha oferta, debidamente reajustado y más intereses corrientes. El controlador deberá notificar que ejercerá su derecho de compra dentro de los quince días siguientes al vencimiento del plazo previsto para el ejercicio del derecho a retiro indicado en el inciso primero, mediante carta certificada enviada al domicilio registrado en la sociedad por los accionistas respectivos, así como a través de un aviso destacado publicado en un diario de circulación nacional y en el sitio en Internet de la sociedad, si ella dispone de tales medios. La compraventa se entenderá perfeccionada quince días después de notificado el ejercicio del derecho de compra sin necesidad que las partes firmen el respectivo traspaso, debiendo proceder la sociedad a registrar las acciones a nombre del controlador y poner inmediatamente a disposición de los accionistas el producto de la venta, de la misma forma prevista para el reparto de los

dividendos sociales. En el caso de acciones prendadas, la sociedad registrará las acciones a nombre del controlador sin alzar la prenda respectiva, pero retendrá el producto de la venta hasta que ello ocurra. Para estos efectos se aplicará lo dispuesto en el artículo 18 en todo aquello que resulte aplicable. La Superintendencia, mediante norma de carácter general, podrá establecer los procedimientos y regulaciones que faciliten el legítimo ejercicio de estos derechos.

De una manera muy general, el artículo 435 del Código de Comercio de Chile, podría servir de sustento para regular el squeeze-out en las Sociedades por Acciones:

**Artículo 435.-** El estatuto social podrá establecer porcentajes o montos mínimos o máximos del capital social que podrá ser controlado por uno o más accionistas, en forma directa o indirecta. En caso de existir tales normas, el estatuto deberá contener disposiciones que regulen los efectos y establezcan las obligaciones o limitaciones que nazcan para los accionistas que quebranten dichos límites, según sea el caso. En su defecto, dichas estipulaciones se tendrán por no escritas. El estatuto también podrá establecer que bajo determinadas circunstancias se pueda exigir la venta de las acciones a todos o parte de los accionistas, sea a favor de otro accionista, de la sociedad o de terceros. En caso de existir tales normas, el estatuto deberá contener disposiciones que regulen los efectos y establezcan las obligaciones y derechos que nazcan para los accionistas. En su defecto, dichas estipulaciones se tendrán asimismo por no escritas.

En **Uruguay**, la Ley 19820 del año 2019, ha introducido un *squeeze-out* muy particular, para las “Sociedades Simplificadas por Acciones”, pues no se exigiría que se tenga por objetivo el concentrar el 100% de las acciones. En efecto, el art. 41 de dicha ley, señala:

Artículo 41  
(Receso o exclusión de accionistas).- Los estatutos podrán prever causales de receso o de exclusión de accionistas, en cuyo caso serán de aplicación las normas contenidas en los artículos 153 a 155 de la Ley N° 16.060, de 4 de setiembre de 1989.

Salvo disposición estatutaria en contrario, podrá resolverse la exclusión de accionistas que tengan una participación en el capital integrado no superior al 15% (quince por ciento) por resolución de la asamblea, adoptada por el voto favorable de uno o más accionistas que representen cuando menos una mayoría del 75% (setenta y cinco por ciento) del capital social con derecho de voto, sin contar el voto del accionista o accionistas que fueron objeto de esta medida.

En **Argentina**, la Ley 26831 referida al Mercado de Capitales, tal como quedó modificada en el 2018, permite el *squeeze-out* para sociedades que hayan efectuado una oferta pública. Nótese que si bien se concede al accionista la posibilidad de retirarse exigiendo que el casi controlador (titular del 95% o más del capital suscrito), le haga una oferta de compra, se otorga un plazo de 6 meses al casi controlador para emitir una declaración unilateral de adquisición.

Artículo 91.- Lo dispuesto en el presente capítulo es aplicable a todas las sociedades anónimas cuyas acciones cuenten con autorización de la oferta pública otorgada por la Comisión Nacional de Valores.

Cuando una sociedad anónima quede sometida a control casi total:

- a) Cualquier accionista minoritario podrá, en cualquier tiempo, intimar a la persona controlante para que ésta haga una oferta de compra a la totalidad de los accionistas minoritarios a un precio equitativo en los términos del apartado II del artículo 88 de la presente ley;
- b) Dentro de un plazo de seis (6) meses desde la fecha en que haya quedado bajo el control casi total de otra persona, esta última podrá emitir una declaración unilateral de voluntad de adquisición de la totalidad del capital social remanente en poder de terceros.

#### IV. ALTERNATIVAS AL SQUEEZE-OUT EN LA LEGISLACIÓN SOCIETARIA PERUANA

En el Perú, nuestra legislación societaria no ha regulado la figura del *squeeze-out*. En ese sentido, los mayoritarios no cuentan con una norma que de manera directa les permita expulsar a los minoritarios. Existen, sin embargo, mecanismos societarios más o menos cuestionables o en todo caso impropios, que permitirían al mayoritario no seguir contando con la participación de los minoritarios.

##### 4.1. Disolución y liquidación de la sociedad

Es tal vez el mecanismo más extremo. Implica tomar el acuerdo de disolver la sociedad y proceder con la liquidación de la misma, realizando los activos para satisfacer los pasivos. Acuerdo perfecto y legalmente adoptable por el accionista mayoritario, pues conforme a la LGS requiere, en primera convocatoria, la concurrencia de dos terceras partes de las acciones con derecho a voto y en segunda convocatoria, las tres quintas partes, adoptándose el acuerdo con la mayoría de las acciones suscritas con derecho a voto.

De esta forma, concluirá la relación existente entre el socio controlador y el accionista minoritario. Con el dinero o activos que haya recibido el controlador, como consecuencia de la liquidación, podrá iniciar una nueva sociedad sin contar con la participación de su exsocio.

Si bien es una vía "legal", se trata de una fórmula ineficiente operativamente hablando, pues tendrá que llevarse a cabo todo el proceso de liquidación de la sociedad e incluso, de existir una adjudicación de bienes a favor del mayoritario, esta operación calificará como una venta para efectos tributarios (la cual debe efectuarse a valor de mercado), con lo cual, la sociedad en liquidación deberá abonar a la administración tributaria el impuesto correspondiente. En ese sentido, la transferencia de cada bien del activo a favor del mayoritario como consecuencia de la liquidación podría estar afectada al Impuesto a la Renta e incluso al Impuesto General a las Ventas. Es más, si se tratase de un inmueble, el socio mayoritario deberá asumir el impuesto de alcabala, por adquirirlo vía dación en pago por sus acciones. Asimismo, si la sociedad a liquidarse contaba con registros, autorizaciones o permisos especiales, éstos no podrían ser transferidos y la nueva sociedad; tendría que iniciar los respectivos procedimientos para obtenerlos, con el riesgo que ellos no sean otorgados.

## 4.2. Venta de los principales activos

Un mecanismo no tan extremo, pero desde nuestro punto de vista también ineficiente, sería el de efectuar la venta de los principales activos de la sociedad (que sustentan el core del negocio) a una nueva sociedad, exclusivamente controlada por el mayoritario.

Esta vía, obligaría a que la transferencia se efectúe a valor de mercado, con lo cual la nueva sociedad (adquirente) debería pagar el valor de mercado de los bienes que la sociedad transferente le venda. Al igual que en el caso anterior, la venta de los bienes podría estar afectada al Impuesto a la Renta, IGV e incluso impuesto de alcabala. Asimismo, existiría una cuenta por pagar por parte de la nueva sociedad. Claro está, una vez transferidos los activos a la nueva sociedad, el accionista mayoritario de la sociedad transferente podría causar la disolución y liquidación de ésta, adjudicándose la "cuenta por cobrar" o en todo caso, recuperando el monto cobrado por la operación (en caso, ésta se hubiese realizado al contado).

Al igual que en el caso de la disolución y liquidación de la sociedad, podrían existir problemas vinculados a los permisos, registros o certificados vinculados a los activos transferidos, los cuales podrían perderse con esta operación.

Tal vez la forma "más adecuada" para lograr una transferencia sin implicancias tributarias ni de riesgo de pérdida de permisos, autorizaciones y registros, sea la de estructurarla bajo el mecanismo de una Reorganización Simple. De esta manera, la sociedad "A", identificaría un Bloque Patrimonial compuesto por los activos y pasivos más importantes que sustentan el negocio y lo aportaría a una nueva sociedad ("B"), recibiendo a cambio acciones en la nueva sociedad ("B"). Con ello, la nueva sociedad "B" tendría como accionista mayoritario (al 99.9%) a la sociedad aportante "A", debiendo contar con un segundo accionista minoritario "x" (0.1%) que tendría la aprobación del mayoritario. Si bien el accionista minoritario seguiría siendo socio en la Sociedad "A", lo sería de una sociedad holding, es decir, de una sociedad tenedora de acciones y no sería socio en la sociedad "B". El beneficio de hacer la operación vía Reorganización Simple estaría dado en el hecho que tributariamente la operación puede ser neutra, es decir, no generar Impuesto a la Renta ni IGV (sí alcabala), si se acogen a una de las opciones establecidas por la Ley del Impuesto a la Renta. Asimismo, conforme al D. Leg. 1310 todos los registros, certificados, permisos, licencias y autorizaciones de titularidad de la sociedad "A", se entenderán transferidos de pleno derecho a favor de la sociedad "B" como consecuencia de la entrada en vigencia de la Reorganización Simple acordada. Alternativamente, el accionista mayoritario de la sociedad "A" podría finalmente causar la liquidación de la sociedad, con el fin de adjudicarse las acciones en la sociedad "B", dejando fuera al accionista minoritario a quien le tocarían otros activos o dinero en el proceso de liquidación.

Como puede observarse, se trata de una vía compleja y de difícil aplicación a todos los casos, debiendo evaluarse detenidamente el caso concreto para determinar su viabilidad o no. Téngase presente que siempre podrá ser objeto de cuestionamiento por parte del minoritario, quien podrá considerar que con el acuerdo de venta directa de activos o la efectuada a través de una Reorganización Simple, se está afectando los intereses de la sociedad en beneficio exclusivo del socio mayoritario, evidenciándose de esta manera un conflicto de intereses que debió impedir la toma del acuerdo, por haberse violado lo establecido en el art. 133 de la LGS, antes comentado.

## 4.3. Aumento del valor nominal de las acciones

No se trata de un aumento de capital, sino de la modificación del valor nominal de las acciones. Así, las acciones con valor nominal 1, pasan a tener un valor nominal de 100,000, con lo cual el minoritario que tenía 20,000 acciones de 1 sol, tendría que efectuar un aporte adicional de 80,000 para seguir siendo titular de por lo menos una

acción. Si no lo hace, se termina reduciendo el capital en la parte correspondiente a los accionistas minoritarios que “no completaron el aporte”, quedando “excluidos” de la sociedad.

Al respecto, ya ha habido experiencia en esta materia y el Tribunal Registral ha considerado que bajo este mecanismo se estaría creando una forma de exclusión no contemplada por la Ley. A su vez, iría en contra de lo dispuesto por el artículo 199 de la LGS que impide imponer al accionista nuevas obligaciones de carácter económico<sup>11</sup>. En efecto, esta posición se encuentra en reiterada jurisprudencia como la emitida en el año 2000 (Resolución N° 276-2000-ORLC/TR) y la más reciente del 2018 (Resolución N° 1444-2018-SUNARP-TR-L)<sup>12</sup>.

#### 4.4. Reducción de Capital a “cero” e inmediato aumento de capital (efecto acordeón):

Ante la existencia de pérdidas en igual o superior cuantía al capital social y ante la inexistencia de una Reserva Legal o de reservas voluntarias, resultados acumulados o del ejercicio que pudieran absorberlas, se produciría la reducción del capital social a cero e, inmediatamente, los socios deberían efectuar nuevos aportes para que la sociedad pueda operar.

Bajo este escenario, los socios que no aporten (p.e. minoritarios), quedarían fuera de la sociedad, por no ser titulares de ninguna acción.

Esta operación societaria, no ha sido regulada expresamente en nuestra LGS; sin embargo, su adopción es práctica común en nuestro país, al extremo de haber llegado la controversia hasta el Tribunal Constitucional. En ese sentido, el máximo intérprete de la Constitución ha considerado que este mecanismo no es ilegal *per se*<sup>13</sup>:

En consecuencia, ante dos circunstancias que pueden llevar a los socios o accionistas minoritarios a la misma afectación de su patrimonio accionario y de su derecho a la libre iniciativa privada y asociación (la reducción a cero y disolución de la empresa), y ante la protección constitucional que uno de los dos supuestos ofrece (la operación acordeón) en relación al otro (la disolución), resulta necesario desde una óptica constitucional preferir el supuesto que ofrece la protección de otro bien constitucional, frente al supuesto que no lo ofrece o que lo ofrece en grado muy mínimo y remoto. En esta perspectiva, no

<sup>11</sup> Ley No. 26887, Ley General de Sociedades

“Art. 199: Ninguna modificación del estatuto puede imponer a los accionistas, nuevas obligaciones de carácter económico, salvo para aquellos que hayan dejado constancia expresa de su aceptación en la junta general o que lo hagan posteriormente de manera indubitable”

<sup>12</sup> “Dicha posición es compartida por este Tribunal, pues considera que al modificarse el valor nominal de las acciones de la sociedad, de la suma de S/ 0.001 (cero y 001/100 sol) a la suma de S/ 10,000.00 (Diez mil y 00/100 soles), se crea una obligación económica para los accionistas, que no han expresado de manera indubitable su aceptación de someterse a dicha imposición económica; incluso distinguimos una obligación adicional a la indicada, que alcanza solo a los accionistas minoritarios quienes de ser titulares de un número entero de acciones, pasan a poseer la fracción de una acción, requiriéndoles efectuar aportes complementarios a fin de alcanzar el aporte de al menos S/ 10,000.00 (Diez mil y 00/100 soles), monto equivalente a una acción, dado que al aumentarse el valor nominal de las acciones, y al ser sus aportes minúsculos respecto al nuevo valor nominal, su participación en el accionariado se ve perjudicado evidentemente, a tal extremo de la eliminación de socio de los accionistas minoritarios.

Por lo tanto, la modificación del valor nominal de las acciones constituye en sí una alteración o modificación del estatuto y por ende debe observar los requisitos dispuestos por el artículo 199 de la LGS, en mérito a que, ninguna modificación del estatuto puede imponer a los accionistas nuevas obligaciones de carácter económico, salvo para aquellos que hayan dejado constancia expresa de su aceptación o que lo hagan posteriormente de manera indubitable”.

<sup>13</sup> Fundamentos 54, 55 y 59 de la Sentencia del Tribunal Constitucional del 04 de abril de 2011.

sería constitucionalmente admisible prohibir la adopción de la operación "acordeón", si con ella puede alcanzarse la protección de un bien constitucional de acentuada relevancia en nuestro régimen económico como la libre iniciativa privada y si con ella no se produce una afectación más grave de otros derechos fundamentales que en el supuesto que no se adoptase. En este contexto, y atendiendo además a los concretos derechos fundamentales de los accionistas minoritarios, este Colegiado considera que no es constitucionalmente legítimo otorgar un derecho de oposición a estos que impida la adopción de un acuerdo de este tipo; en tanto de no adoptarse esta decisión, los derechos a la propiedad, la libre iniciativa privada y la asociación de los socios minoritarios se verían igualmente afectados, pues, como ya se dijo, el proceso de liquidación de la sociedad comercial podría arribar al mismo resultado negativo para estos derechos. Dicho en otras palabras, al no existir otra opción de protección de los derechos de los accionistas minoritarios y no poseer, por tanto, éstos un interés de relevancia constitucional en la no adopción de la operación "acordeón", permitir a éstos bloquear la voluntad de la mayoría accionarial de continuidad de la empresa, significaría habilitar un supuesto de "abuso del derecho" proscribible desde todo punto de vista jurídico-constitucional.

"Es por este orden de razones que este Tribunal considera que, desde la perspectiva del derecho de propiedad, la operación acordeón es constitucionalmente legítima, aunque su puesta en práctica debe estar sujeta a una previa condición de validez: el otorgamiento del respectivo derecho de separación a los socios, lo cual implica indefectiblemente que el socio minoritario que no esté de acuerdo con la reducción del capital social a 0 (cero) y lo manifieste así, de modo indubitable, pueda ejercer su derecho de separación previo con el objeto de que se le restituya el valor que en ese momento ostentan las acciones de las cuales es titular, de conformidad con las reglas contenidas en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades.

En síntesis, este Tribunal considera que si bien la operación "acordeón" es permisible desde una óptica constitucional, dado el preeminente valor que alcanza en nuestro régimen económico la libre iniciativa privada, ejercida por lo general en el marco de la actividad empresarial, lo cual supone un deber estatal de protección y promoción de la continuidad de las sociedades comerciales; para llegar a ser constitucionalmente legítima de modo definitivo, esta medida debe estar premunida de las siguientes condiciones de validez, en atención a la protección de los derechos a la propiedad, la libre iniciativa privada y el derecho de asociación:

- a) En primer lugar, la operación acordeón debe ser idónea y necesaria para la consecución del fin pretendido. En este contexto, la adopción de esta medida debe suponer la reducción y aumento del capital social en grado suficiente para superar las pérdidas y la crisis financiera de la empresa (test de idoneidad), además de constituirse en la única medida posible de adopción para que la sociedad no caiga o se encuentre

incurra en una causal de disolución (test de necesidad). En esta perspectiva, con el objeto de proteger al accionista minoritario contra una maniobra empresarial que lo único que persiga es el favorecimiento de ingreso de "terceros" a la sociedad o el propio bienestar pecuniario de la mayoría, sin que exista una necesidad imperiosa de por medio, el socio puede ejercer un "derecho de oposición" con el objeto de solicitar ante el juez la reevaluación de los estados financieros de la empresa que sustentan la decisión de reducir a 0 (cero) el capital social. Esta oposición tiene por finalidad, sin embargo, examinar sólo la "necesidad" de la medida, por lo que si se confirmase el estado financiero de la empresa, la medida adoptada se convalidará, procediéndose a su ejecución. El procedimiento para el ejercicio de este derecho deberá ser el regulado por el artículo 219 de la Ley General de Sociedades.

- b) En segundo lugar, una vez adoptado (y convalidado en su caso) el acuerdo de reducción a 0 (cero) y posterior aumento del capital social, el accionista minoritario que haya expresado de modo indubitable su oposición al mismo, puede ejercer su derecho de separación con el objeto de que se le restituya el valor de sus acciones, de acuerdo al procedimiento establecido en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades.
- c) Finalmente, una vez adoptada la decisión de reducción a 0 (cero) del capital social, los accionistas que no hubieran ejercido el derecho de separación, podrán ejercer el derecho de suscripción preferente conforme a las reglas contenidas en los artículos 209 y 210 de la Ley General de Sociedades.

Nótese que, si bien el Tribunal Constitucional ha declarado que el mecanismo no es ilegal *per se*, lo ha sujetado a una serie de requisitos, entre ellos, que no exista otra opción. Esa otra opción podría ser que simplemente se efectúe un aumento de capital para salir de la situación de pérdida de patrimonio o patrimonio negativo en que se encuentre la sociedad, manteniendo a los minoritarios que no efectuaron el aporte, pero con una participación accionarial mucho más reducida, como consecuencia de no haber aportado.

No compartimos la posición del Tribunal Constitucional en este extremo, pues creemos que es suficiente que se constate la existencia de pérdidas iguales o superiores al capital social, para que la "operación acordeón" pueda llevarse a cabo, sin exigir que se acredite que no existían otras vías que podrían utilizarse en lugar de acudir a la "operación acordeón". En efecto, la aplicación de pérdidas contra el capital social no hace más que transparentar una situación real que se ha presentado en la situación económica financiera de la sociedad. Esta situación implica que al haberse perdido el íntegro del patrimonio, no existe capital social, no existen acciones representativas del capital social y por lo tanto no existen accionistas. Por ello, el minoritario como el mayoritario dejaron de ser "accionistas" como consecuencia de las pérdidas sufridas y no como consecuencia de una decisión mayoritaria, por lo cual, la única posibilidad de mantenerse es la de efectuar "inmediatamente", es decir, en el mismo acto en que se reconoce la pérdida y su compensación contra la cuenta capital social, nuevos aportes.

Resulta por lo tanto también cuestionable que el Tribunal Constitucional exija que se respete el "derecho de separación" de aquel socio que no desee efectuar nuevos aportes en una "operación acordeón", cuando al no efectuar nuevos aportes,

simplemente ratifica su condición de quedar fuera de la sociedad. No se trata pues de un derecho, sino de una consecuencia de no efectuar nuevos aportes. Además, existiendo patrimonio "0" o incluso negativo, el socio que -de acuerdo con el TC- ejerza su "derecho de separación", recibirá cero.

#### 4.5. Reorganización Societaria

En los procesos de Reorganización Societaria como la fusión y la escisión, podrían presentarse casos en los que los accionistas de las sociedades fusionadas o escindidas no reciban acciones en la nueva sociedad o sociedad absorbente. Así, por ejemplo, si el accionista mayoritario de la Sociedad A, fuese a su vez único accionista de la sociedad B y se acordara que ésta absorba (vía fusión), a la Sociedad A, podría darse el caso que la "relación de canje" que se genere impida que los accionistas minoritarios alcancen el monto necesario para ser titulares de por los menos una acción en la sociedad absorbente. Lo mismo podría suceder si en una escisión, el bloque patrimonial escindido de la sociedad A, aportado a la sociedad B, no permitiese asignar por lo menos una acción a cada minoritario, en estricta aplicación de la "relación de canje".

Podría entonces señalarse que, por esta vía, el accionista mayoritario habría "excluido" a los minoritarios, quienes no alcanzaron el monto mínimo (o no quisieron efectuar un aporte adicional) para canjear sus acciones en "A" con por lo menos una acción en "B". Si bien hay autores que consideran que este mecanismo es legalmente viable<sup>14</sup>, lo cierto es que la normatividad vigente no lo regula de manera expresa con lo cual, pueden encontrarse igualmente argumentos en contra sobre su viabilidad. En efecto, el primer argumento en contra que encontramos es el referido a que la regla general en las fusiones y escisiones es que todos los socios de las sociedades que se extinguen por la fusión o los socios de la escindida reciben acciones en la nueva sociedad o sociedad absorbente. Y si bien hay excepciones a esta regla, dichas excepciones deberían estar expresamente previstas en la norma, pues de lo contrario se genera inseguridad jurídica. Así, por ejemplo, en el caso de la escisión, el art. 368 de la LGS permite en forma expresa que se pacte que "*uno o más socios no reciban acciones o participaciones de alguna o algunas de las sociedades beneficiarias*". Nótese pues que la norma (art. 368 de la LGS), habilita a que alguno o algunos socios no reciban acciones/participaciones, en la medida que ello se pacte y claro está, sea aceptado por los afectados con esta medida. No se contempla la posibilidad de que, por otro mecanismo, como lo sería la "relación de canje", algún socio no reciba acciones/participaciones. Ni siquiera la autorización normativa de contemplar en el Proyecto de Escisión, las "compensaciones complementarias" sería suficiente -bajo nuestro criterio- para señalar que por esta vía se ha autorizado a entregar dinero en lugar de acciones a los minoritarios que no alcanzaron la unidad accionarial en el canje, pues no solo no existe regulación que así lo disponga, sino también porque este tipo de "compensaciones" son de carácter "complementario" y no principales, es decir, complementan, completan una prestación principal. En otras palabras, la compensación complementaria podrá utilizarse para pagar en dinero la fracción de acción que le corresponde al socio producto de la relación de canje en la medida que haya recibido una o más acciones a raíz de la escisión. De esta manera, el socio habría recibido una o más acciones como consecuencia de la relación de canje aplicada y también habría recibido dinero como compensación "complementaria" por la fracción de acción que quedó.

Distinto es el caso de las fusiones o escisiones en las que los socios no reciben acciones debido a que el valor del patrimonio o del bloque patrimonial aportado, es cero o negativo. Nótese que en estos supuestos, la no entrega de acciones no obedece a un pacto o a una decisión unilateral, sino que corresponde a la realidad de un "no aporte" o de un "aporte negativo" que no puede implicar la conformación o incremento de la

<sup>14</sup> Juan Antonio Egúez, "Squeeze-Outs en el Derecho Peruano", *ADVOCATUS*, n.º 8 (2003): 289.



cuenta capital social. Es similar al caso al que nos hemos referido en el punto 4.4, supuesto en el cual, la cuenta capital social desaparece por las pérdidas sufridas.

En conclusión, al no existir una norma que de manera expresa permita no reconocer acciones/participaciones como consecuencia de la aplicación de la "relación de canje", estimamos que resulta riesgoso proceder de esta forma. Recuérdese que los accionistas afectados podrían demandar la nulidad de la fusión, al considerar que el acuerdo de fusión/escisión (que contendría la disposición de no reconocer acciones/participaciones si la "relación de canje" no lo permite) violentaría sus derechos societarios al simplemente reconocerles un valor en metálico como una "compensación complementaria".

#### 4.6. Exclusión estatutaria

De una rápida revisión de la Ley General de Sociedades, podremos observar que el legislador en forma expresa ha contemplado la institución de la exclusión para la Sociedad Anónima Cerrada (art. 248)<sup>15</sup>; para la Sociedad Colectiva (art. 276)<sup>16</sup>; para la Sociedad en Comandita Simple (art. 281)<sup>17</sup>; para la Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada (art. 293)<sup>18</sup> y para la Sociedad Civil (numeral 3 del art. 303)<sup>19</sup>.

##### <sup>15</sup> "Artículo 248.- Exclusión de accionistas

El pacto social o el estatuto de la sociedad anónima cerrada puede establecer causales de exclusión de accionistas. Para la exclusión es necesario el acuerdo de la junta general adoptado con el quórum y la mayoría que establezca el estatuto. A falta de norma estatutaria rige lo dispuesto en los artículos 126 y 127 de esta ley.

El acuerdo de exclusión es susceptible de impugnación conforme a las normas que rigen para la impugnación de acuerdos de juntas generales de accionistas".

##### <sup>16</sup> "Artículo 276.- Separación, exclusión o muerte de socio

En el caso de separación o exclusión, el socio continúa siendo responsable ante terceros por las obligaciones sociales contraídas hasta el día que concluye su relación con la sociedad. La exclusión del socio se acuerda por la mayoría de ellos, sin considerar el voto del socio cuya exclusión se discute. Dentro de los quince días desde que la exclusión se comunicó al socio excluido, puede éste formular oposición mediante demanda en proceso abreviado.

Si la sociedad sólo tiene dos socios, la exclusión de uno de ellos sólo puede ser resuelta por el Juez, mediante proceso abreviado. Si se declara fundada la exclusión se aplica lo dispuesto en la primera parte del artículo 4. (...)"

##### "Artículo 277.- Estipulaciones a ser incluidas en el pacto social

El pacto social, en adición a las materias que contenga conforme a lo previsto en la presente Sección, debe incluir reglas relativas a:

(...)

7. Los casos de separación o exclusión de los socios y los procedimientos que deben seguirse a tal efecto..."

##### <sup>17</sup> "Artículo 281.- Sociedad en comandita simple

A la sociedad en comandita simple se aplican las disposiciones relativas a la sociedad colectiva, siempre que sean compatibles con lo indicado en la presente Sección (...)"

##### <sup>18</sup> Artículo 293.- Exclusión y separación de los socios

Puede ser excluido el socio gerente que infrinja las disposiciones del estatuto, cometa actos dolosos contra la sociedad o se dedique por cuenta propia o ajena al mismo género de negocios que constituye el objeto social. La exclusión del socio se acuerda con el voto favorable de la mayoría de las participaciones sociales, sin considerar las del socio cuya exclusión se discute, debe constar en escritura pública y se inscribe en el Registro.

Dentro de los quince días desde que la exclusión se comunicó al socio excluido, puede éste formular oposición mediante demanda en proceso abreviado.

Si la sociedad sólo tiene dos socios, la exclusión de uno de ellos sólo puede ser resuelta por el Juez, mediante demanda en proceso abreviado. Si se declara fundada la exclusión se aplica lo dispuesto en la primera parte del artículo 4.

Todo socio puede separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto.

##### <sup>19</sup> Artículo 303.- Estipulaciones por convenir en el pacto social

El pacto social, en adición a las materias que corresponda conforme a lo previsto en la presente Sección, debe incluir reglas relativas a:

1.(...);

2.(...);

3. Los otros casos de separación de los socios y aquellos en que procede su exclusión;

(...)"

De las regulaciones antes referidas constatamos que ninguna de ellas, salvo la de la SRL, ha considerado necesario "tipificar" las causales que facultarían a los socios a adoptar un acuerdo de exclusión. En efecto, tanto en el caso de la SAC como de la Colectiva, En Comandita y Civil, el legislador ha preferido que sean los socios quienes definan las conductas o situaciones que gatillan el derecho a acordar la exclusión de alguno de sus miembros. Solo en el caso de la SRL -como anticipamos- el legislador ha calificado a: i) la infracción de las disposiciones del estatuto; ii) la comisión de actos dolosos contra la sociedad y, iii) el dedicarse por cuenta propia o ajena al mismo tipo de negocios que constituye el objeto social, como "conductas" cuya sanción puede generar la exclusión del socio infractor. Es evidente que, bajo esta tipificación, la exclusión se configura como una "sanción", sin perjuicio que, en el estatuto de la SRL, los socios hayan decidido incorporar otras conductas igualmente sancionables u otras situaciones subjetivas que pueden generar la adopción de un acuerdo de exclusión. Concluimos, por lo tanto, que la actual regulación de la LGS aplicable a todas las sociedades, no opta por tipificar (ni por calificar directamente a la exclusión como una sanción), dejando en libertad a los socios para definir los supuestos bajo los cuales se gatillará este tipo de acuerdo. En el caso de la SRL, si bien la LGS brinda una tipificación, ésta no constituye un "numerus clausus" por lo que los socios podrán, al igual que en las otras formas societarias, contemplar las conductas (sancionables) o situaciones subjetivas que ameritarán la adopción del acuerdo de exclusión.

Conforme a lo expuesto, las sociedades se encuentran facultadas a regular en sus Estatutos, las distintas situaciones objetivas y subjetivas que pueden generar el derecho de los socios a excluir a un determinado socio o grupo de socios. Con un escenario normativo permisivo, a través de la figura de la exclusión, se podría regular como una causal, la "*decisión unilateral del accionista titular de no menos el "x" por ciento, del total de acciones con derecho a voto*".

Téngase presente que la legislación, no circunscribe la aplicación de la exclusión a conductas negativas del socio, es decir, como respuesta o "sanción" a un incumplimiento, con lo cual la posibilidad de regular un "squeeze-out" vía la exclusión, sería posible<sup>20</sup>.

Ahora bien, consideramos que la posibilidad de regular un "squeeze-out" a través de la figura societaria de la exclusión, debe ser analizada en atención al momento en que se introduce la causal de exclusión. En ese sentido, no observamos mayor problema si es que ello se encuentra tipificado desde la constitución de la sociedad o en todo caso, desde que un tercero decide integrarse a la sociedad como socio, pues las "reglas de juego" estarían establecidas y quien decide formar parte de una sociedad como "minoritario", estaría informado de la existencia de este derecho reservado para el mayoritario, lo cual influenciaría en su decisión de asociarse o no. Situación distinta se presenta en el caso de sociedades que no ostentan esta regulación y que vía una modificación de estatuto pretenden incorporarla para aplicarla "de inmediato". Somos de la opinión que en un escenario como el planteado, los "minoritarios" deberían ser considerados como una "clase de acciones" y como tal, esta reforma estatutaria debería contar con la previa aprobación de este grupo. En efecto, aunque la sociedad no cuente con "clases de acciones", sino con una misma clase, consideramos que la introducción de una modificación estatutaria que permita al accionista excluir a los

---

<sup>20</sup> "Al día de hoy, sin embargo, puede considerarse que no solo las conductas negativas de un socio pueden ser consideradas como causales de exclusión, sino cualquier circunstancia subjetiva (conductual o no) que afecte gravemente todo aquello que la sociedad tenía derecho a esperar del socio en virtud del contrato. Por tal motivo, sería una sinrazón afirmar que la exclusión tiene naturaleza sancionadora si se entiende que para que exista "sanción", es necesario una "conducta" imputable a un sujeto ("el sancionado"). No considerarlo así implicaría, por ejemplo, que en una sociedad de artesanos debería considerarse sanción a la baja de uno de ellos por haber quedado incapacitado en el ejercicio de su actividad, cuando es evidente que dicho hecho no consiste en una conducta y, sin embargo, puede legitimar una exclusión por frustrar gravemente la importante colaboración de este artesano en la sociedad". Víctor Herrada Bazán, *La exclusión en la Ley General de Sociedades*, (Lima: Gaceta Jurídica, 2017), 57.

minoritarios a su simple decisión, generaría *per se*, el nacimiento de dos clases de acciones, las correspondientes al "mayoritario" y las correspondientes al "minoritario". Por ello, al restringírsele derechos al minoritario (de mantenerse en la sociedad), la introducción de esta modificación estatutaria debería contar con su previa aprobación para que dicha reforma pueda adoptarse válidamente, en aplicación de lo establecido por el art. 88 de la LGS<sup>21</sup>.

## V. INCORPORACIÓN DEL SQUEEZE-OUT EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Consideramos que al igual que la experiencia americana, europea y tímidamente latinoamericana, debemos ir hacia una regulación de los *squeeze-out* y evitar de esta manera que utilicen mecanismos poco ortodoxos para lograr la salida de los socios minoritarios.

Sin embargo, esta regulación debería contemplar, como mínimo, lo siguiente:

### 5.1. Umbral

Debe definirse el umbral a partir del cual se activa el derecho del mayoritario de excluir al minoritario o minoritarios. En general, hemos observado que la tendencia mundial es a considerar un umbral del 90 al 95%.

Sin embargo, creemos que dicho umbral no requiere ser tan alto. Si consideramos que en una sociedad anónima, quien detenta el 66.6% de las acciones con derecho a voto, tiene control absoluto con relación a todas las decisiones a nivel de Junta General de Accionistas, nos preguntamos ¿Por qué no permitir que desde dicho umbral se ejerza este derecho de exclusión? Acaso, el titular del 66.6% no puede ir licuando al minoritario con sucesivos aumentos de capital hasta reducirlo a un 15, 10 o 5%?.

Tal vez lo más aconsejable sea seguir la tendencia mundial de permitir su aplicación, cuando se trate de un accionista mayoritario que ha alcanzado el 90% o más de la tenencia de las acciones con derecho de voto.

### 5.2. Concentración del 100%

La aplicación del *squeeze-out* debe tener como objetivo que el socio mayoritario alcance una participación del 100% a través de la ejecución de esta exclusión, la cual debe efectuarse en un solo acto. Es decir, no se trata de un mecanismo para ir progresivamente incrementando la participación de control en la sociedad (p.e. pasar de 90% a 92% y luego a 96%), sino para alcanzar ese control absoluto en una sola

---

<sup>21</sup> "Artículo 88.- Clases de acciones

Pueden existir diversas clases de acciones. La diferencia puede consistir en los derechos que corresponden a sus titulares, en las obligaciones a su cargo o en ambas cosas a la vez. Todas las acciones de una clase gozarán de los mismos derechos y tendrán a su cargo las mismas obligaciones.

La creación de clases de acciones puede darse en el pacto social o por acuerdo de la junta general.

La eliminación de cualquier clase de acciones y la modificación de los derechos u obligaciones de las acciones de cualquier clase se acuerda con los requisitos exigidos para la modificación del estatuto, sin perjuicio de requerirse la aprobación previa por junta especial de los titulares de acciones de la clase que se elimine o cuyos derechos u obligaciones se modifiquen.

**Cuando la eliminación de la clase de acciones o la modificación de los términos y condiciones con las que fueron creadas implique la modificación o eliminación de las obligaciones que sus titulares pudieran haber asumido frente a la sociedad, a los otros accionistas o a terceros, se requerirá de la aprobación de quienes se vean afectados con la eliminación de la clase de acciones o con la variación de las obligaciones a su cargo.**

El estatuto puede establecer supuestos para la conversión de acciones de una clase en acciones de otra, sin que se requiera de acuerdo de la junta general, ni de juntas especiales ni de la modificación del estatuto. Sólo será necesaria la modificación del estatuto si como consecuencia de ello desaparece una clase de acciones".

operación. Ello a su vez permitirá que se dé un mismo tratamiento a todos los minoritarios que existan, sin distinción.

### 5.3. Aplicable a todo tipo de sociedad

Consideramos que este mecanismo debe poder ser aplicado por cualquier tipo de sociedad y no solo por sociedades que hayan realizado una oferta pública de adquisición, pues no encontramos razón para limitar su aplicación a estos casos. En efecto, el objetivo final ya se trate de una sociedad cotizada o no cotizada, sería el control del 100% de las acciones representativas del capital social para una más eficiente ejecución de la actividad empresarial, conforme a los beneficios que hemos resaltado en el numeral II del presente artículo. Al respecto, Hoedl señala “[...] el squeeze-out debería, en nuestra opinión, incardinarse en el Derecho de sociedades y no en el derecho de OPAs o del mercado de valores, y aplicarse a todas las sociedades [...] En efecto, también en la sociedades privadas se debería fomentar el mercado del control societario y la más eficiente asignación de los recursos. También en sociedades no cotizadas se da un evidente monopolio bilateral entre el mayoritario y el resto de accionistas, y una asimetría entre los beneficios que obtendría el mayoritario de la expulsión de los minoritarios, y los costes que estos soportarían por tal expulsión [...]”<sup>22</sup>.

Conforme a lo señalado, no consideramos que sea patrimonio exclusivo de las sociedades cotizadas ni de aquellas en las que se haya efectuado una oferta pública de adquisición. Sin embargo, la propuesta de nueva Ley General de Sociedades elaborada por el Grupo de Trabajo conformado por Resolución Ministerial N° 0108-2017-JUS contempla esta figura de manera restrictiva, es decir, exclusivamente aplicables a OPAs<sup>23</sup>.

### 5.3. Adecuada compensación

Si como hemos señalado al inicio del presente artículo, el *squeeze-out* supone la “expropiación de un privado por otro privado”, este mecanismo debería estar rodeado de todas las garantías necesarias para que no termine siendo considerado abusivo.

Al respecto, recordemos que nuestra Constitución Política al garantizar la inviolabilidad del derecho de propiedad señala en su art. 70 que: “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 [...]”.

<sup>22</sup> Ibíd. 3.

<sup>23</sup> “Artículo 242.- Amortización forzosa de acciones

242.1. Una sociedad anónima abierta podrá disponer la amortización forzosa de las acciones con derecho a voto, de una o más clases, no pertenecientes al accionista controlador en los siguientes supuestos:

a) Cuando, luego de la realización de una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto que al menos representen el quince por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto emitidas por la sociedad, algún accionista alcance, directa o indirectamente, una participación de noventa y cinco por ciento o más de las acciones suscritas con derecho a voto emitidas por la sociedad.

b) Cuando, luego de la realización de una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto que representen un porcentaje inferior al quince por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto emitidas por la sociedad, algún accionista alcance, directa o indirectamente, una participación de noventa y cinco por ciento o más en las acciones suscritas con derecho a voto emitidas por la sociedad, siempre que la oferta haya sido aceptada por al menos el cuarenta por ciento de las acciones objeto de la oferta.

c) Cuando el accionista que tenga, directa o indirectamente, una participación de noventa y cinco por ciento o más en las acciones suscritas con derecho a voto emitidas por la sociedad realice una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones suscritas con derecho a voto y esta sea aceptada por al menos el sesenta por ciento de las acciones objeto de la oferta.

Para el cómputo de la participación directa e indirecta referida en los literales a), b) y c), se aplican las normas establecidas por la Superintendencia del Mercado de Valores (...)”

Somos conscientes que esta regulación está estructurada desde la perspectiva del Estado, es decir, aplicable a expropiaciones que realiza el Estado y no para particulares. Sin embargo, su contenido debe servirnos de referencia pues el propio Tribunal Constitucional ya se ha pronunciado a favor de su aplicación en la "operación acordeón" que generaba que el accionista terminara perdiendo las acciones de las cuales era titular<sup>24</sup>.

En este orden de ideas, el *squeeze-out* debe estar legitimado en una Ley que permita su aplicación, considerando que los mayores beneficios que genera esta figura para el mayoritario, frente a los costes que sufre el minoritario, terminan generando un beneficio mayor para el mercado societario peruano. En ese sentido, Cándido Paz Ares apunta

"[...] que la exclusión de la minoría no es buscada de capricho por el socio de control, sino que obedece a la necesidad de lograr una mayor eficiencia organizativa y financiera del grupo de sociedades, de ahorrar los costes de infraestructura a que obliga una compañía con múltiples socios externos, de prevenir el riesgo de prácticas de extorsión o de alcanzar cualquier otra finalidad legítima"<sup>25</sup>.

No solo se requiere de una ley que legitime la aplicación del mecanismo, sino que la misma debe prever el pago de una compensación adecuada para el minoritario. Desde nuestro punto de vista, consideramos que, para establecer esta adecuada compensación, debe tenerse presente lo siguiente:

- a) Valorización de las acciones: para el caso de las sociedades cotizadas y no cotizadas, debería utilizarse el método de valorización que ambas partes acuerden y en su defecto, el método de "Flujo de Caja Libre Descontado". Para el caso de sociedades que hayan efectuado una OPA, el valor a pagar a los accionistas debería ser el precio pagado en la OPA, reajustado a la fecha efectiva de pago.
- b) Valorización a cargo de un tercero independiente: aplicable al caso de sociedades cotizadas y no cotizadas<sup>26</sup>.
- c) Pago de prima sobre valorización: que podría estar establecida en no menos de un 10%.
- d) Que la valorización practicada pueda ser cuestionada por el minoritario o minoritarios afectados, sometiendo la diferencia a la decisión de un perito

<sup>24</sup> Fundamento 55 de la Sentencia del Tribunal Constitucional del 04 de abril de 2011: "No obstante lo anteriormente señalado, es necesario tener presente que si bien no puede otorgarse un derecho de oposición a los accionistas minoritarios que impida la decisión de llevar a cabo la operación "acordeón", esto es, no puede exigirse un supuesto de unanimidad en la decisión de reducción a 0 (cero) y posterior aumento del capital social; tampoco puede concebirse, desde el punto de vista del derecho de propiedad, que aún en el caso de lograr un bien común mayor, opción que puede reflejar por otra parte, la función social de la propiedad, ésta se vea afectada sin compensación alguna. Ello en razón a que, además de ser ilegítimo en principio cualquier imposición del Estado o un particular sobre el ámbito constitucionalmente protegido de un individuo, en el caso del derecho de propiedad, la propia Constitución ha establecido en su artículo 70 que: "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". Si bien esta disposición se encuentra en un inicio dirigida al Estado, consideramos que el *thelos* de la disposición constitucional encierra un objeto constitucional que bien puede extenderse también al supuesto que se encuentra bajo análisis en la presente controversia, esto es, a la reducción a 0 (cero) del capital social".

<sup>25</sup> Cándido Paz-ares, "Aproximación al estudio de los Squeeze-outs en el Derecho Español", Themis. Revista de Derecho, n.º 59, (2011): 101.

<sup>26</sup> En el caso de sociedades en las que se haya realizado una OPA, no sería necesario contar con esta valorización.

independiente nombrado de común acuerdo y en su defecto por un tribunal pericial, conformado por un perito designado por el mayoritario, uno designado por los minoritarios y el tercero, designado de común acuerdo por los peritos nombrados.

## VI. CONCLUSIONES

1. El squeeze-out es un mecanismo de exclusión societario por medio del cual el socio de control obliga al minoritario a transferirle la totalidad de sus acciones con el objetivo de concentrar el cien por ciento del poder de decisión.
2. El squeeze-out genera importantes beneficios para el socio de control como la posibilidad de adoptar acuerdos en beneficio del Grupo al que pertenece; reduce los costos en la toma de acuerdos e impide el ejercicio abusivo de los derechos de los minoritarios. Sin embargo, para estos últimos genera una frustración en sus expectativas pues se ven "expulsados" de la sociedad sin que ello haya obedecido a una decisión voluntaria, debiendo redefinir en qué nueva actividad invertirá los recursos obtenidos con su salida de la sociedad. Sin embargo, los mayores beneficios para la sociedad y la actividad empresarial en su conjunto aconsejan su adopción legislativa.
3. La tendencia mundial es la de admitir y regular esta figura, aunque mayoritariamente limitada a sociedades cotizadas y ofertas públicas de adquisición.
4. En el Perú, nuestra legislación societaria no ha regulado la figura del squeeze-out. En ese sentido, los mayoritarios no cuentan con una norma que de manera directa les permita expulsar a los minoritarios. Existen, sin embargo, mecanismos societarios más o menos cuestionables o en todo caso impropios, que permitirían al mayoritario no seguir contando con la participación de los minoritarios.
5. Consideramos que al igual que la experiencia americana, europea y tímidamente latinoamericana, debemos ir hacia una regulación de los squeeze-out y evitar de esta manera que utilicen mecanismos poco ortodoxos para lograr la salida de los socios minoritarios. Sin embargo, esta regulación debería contemplar, como mínimo: el umbral que active este mecanismo; que el objetivo sea la adquisición del cien por ciento en un solo acto; que se aplique a todo tipo de sociedad y no solo a las cotizadas y que se contemple una adecuada compensación para los minoritarios afectados.

## BIBLIOGRAFIA

- Egüez, Juan Antonio. "Squeeze-Outs en el Derecho Peruano". *ADVOCATUS*, n.º 8 (2003): 289
- Frías, José Enrique y Torrado, Eliana. "*Freeze-out mergers y compensación en dinero en el Perú: Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware*". *Ius et Veritas* Nº 51, Lima-Perú, 2005.
- Herrada Bazán, Víctor. *La exclusión en la Ley General de Sociedades*. Lima: Gaceta Jurídica. 2017.
- Hoedl, Christian. "*Squeeze-outs: su racionalidad económica y su validez constitucional y legal. Las ventajas de su regulación societaria*". Ponencia presentada en el Congreso Internacional de Derecho Corporativo "Un mundo

sin fronteras", realizado en la Universidad de Lima-Perú, el 28, 29 y 30 de mayo de 2019.

- Paz-ares, Cándido. "Aproximación al estudio de los Squeeze-outs en el Derecho Español". Themis. Revista de Derecho, n.º 59, (2011): 101.
- Van Ded Elst, Christoph y Van Den Steen, Lientje. "Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights". HeinOnline, 2009.