

## APROXIMACIÓN AL ESTUDIO DE LOS SQUEEZE-OUTS EN EL DERECHO ESPAÑOL

 CÁNDIDO PAZ-ARES

*Catedrático de Derecho Mercantil*

*Abogado*

### 1. ECONOMÍA DE LA TRANSACCIÓN

#### 1.1. Introducción

En la jerga financiera se denominan *squeeze-outs* aquellas transacciones u operaciones societarias promovidas por el accionista de control con el fin de excluir de la sociedad a los socios minoritarios. La experiencia enseña que el *habitat* natural de la figura está en los grupos de sociedades, que la suelen utilizar para depurar las filiales de accionistas externos y ponerse en condiciones de planificar su estrategia empresarial única y exclusivamente en función del interés del grupo. Pero también se valen de ella con alguna frecuencia las sociedades cotizadas que se hallan en proceso de vuelta al origen —o *going private*— tras una OPA, un LBO o una operación similar. E incluso a veces constatamos que es empleada en el seno de empresas privadas —grandes, medianas y pequeñas— al objeto de atajar conflictos intracorporativos o de prevenir el riesgo de que se produzcan en el futuro. El objetivo del *squeeze-out* es siempre el mismo: la centralización de la totalidad del capital en una sola mano. Y el instrumento, también siempre el mismo: la «expropiación» de los minoritarios, que tiene lugar a través de la sustitución forzosa de su derecho de participación por una compensación en metálico. Ni que decir tiene que aquí reside la raíz de todos los problemas. Si cada uno de los minoritarios estuviera de acuerdo con la medida, nada habría que objetar.

Definida así la figura, el propósito de las páginas que siguen es explorar la posibilidad de hacerla

operativa dentro de nuestro ordenamiento jurídico y establecer las condiciones de su legitimidad. El estudio se divide en tres partes. En esta primera se valora la racionalidad económica del *squeeze-out* y se sacan a la superficie las razones que pueden justificar su homologación por parte del sistema jurídico, todo ello desde el punto de vista de la relación entre costes de transacción y reglas de protección de los derechos (véase *infra* epígrafes 1.2 a 1.4). La segunda parte se ocupa de identificar el cauce jurídico más idóneo para estructurar la transacción en el Derecho español (véase *infra* epígrafes 2.1 a 2.5). La tercera se enfrenta al problema de la praxis cautelar. Su objeto es analizar las medidas que permiten salvaguardar la operación frente a los riesgos de impugnación y de exigencia de responsabilidades que de ordinario le acechan (véase *infra* epígrafes 3.1 a 3.5).

#### 1.2. Asimetría de costes y beneficios

La racionalidad económica del *squeeze-out*, como la de cualquier otra transacción incontestada, descansa sobre un triple presupuesto: (i) que el beneficio que obtienen los «ganadores» sea superior al coste que se inflige a los «perdedores», satisfaciéndose así el criterio de eficiencia asignativa de Kaldor-Hicks; (ii) que los costes de transacción sean prohibitivos o, lo que es lo mismo, que resulte prácticamente imposible efectuar la transacción en el mercado; y (iii) que los «perdedores» resulten adecuadamente protegidos a fin de asegurar las exigencias de la eficiencia pro-

ductiva<sup>1</sup>. Seguidamente comprobamos que todos ellos parecen concurrir en la situación típica del *squeeze-out*, que se produce cuando los proyectos empresariales de una amplia mayoría pueden ponerse en peligro por la existencia de una exigua minoría.

En particular, la concurrencia del primer presupuesto se advierte teniendo en cuenta la más que probable asimetría existente entre los costes que la operación impone a los minoritarios y los beneficios que de ella se derivan para el mayoritario en la hipótesis estándar. Para apercebirnos de ello hemos de repasar unos y otros. Los costes para los minoritarios, que ciertamente no parecen excesivos, se descomponen en las siguientes partidas: (i) costes asociados a la pérdida de flexibilidad en la planificación fiscal, pues frecuentemente la liquidación forzosa de su participación hace aflorar una plusvalía —la diferencia entre el coste de adquisición y el importe de la cuota de liquidación—, que genera la consiguiente obligación tributaria; (ii) costes de reinversión o reagregación del capital, toda vez que los socios excluidos habrán de consumir tiempo e incurrir en gastos para encontrar una inversión alternativa que se ajuste a su cartera y a sus preferencias; y (iii) «costes de decepción» o costes derivados de la frustración de sus expectativas. La magnitud de este coste, sin duda el más relevante, está correlacionado con el valor subjetivo que tenga la participación para el minoritario, pues siendo éste un valor inobservable por los ojos de terceros, no es susceptible de compensación adecuada. Con todo, aun sin ignorarlo o menospreciarlo<sup>2</sup>, puede conjeturarse que normal-

mente no será muy grande dada la fungibilidad de las participaciones y el carácter puramente financiero de la inversión de los minoritarios y, además, que irá en descenso a medida que su participación sea menor y, por ende, más escasa su capacidad de influencia en la vida social.

En cambio, los beneficios que están en el otro platicillo de la balanza parecen tener más peso. Dichos beneficios se concretan en el ahorro o supresión de los costes que ocasiona a los *insiders* en el control la permanencia en la sociedad de los minoritarios, a saber: (i) los costes derivados de la imposibilidad de integrar totalmente la compañía dentro del grupo de sociedades en términos de actividades, activos, organización y finanzas<sup>3</sup>; (ii) los costes de tener que mantener la infraestructura para la celebración de juntas generales (anuncios, reunión, *disclosure*, etc.) y, en general, para el ejercicio de sus derechos por parte de la minoría (requerimientos de información, acciones de impugnación; etc.); y (iii) costes derivados del riesgo de extorsión o ejercicio abusivo de sus derechos por parte de los minoritarios, pues —como fácilmente se comprende— estos pueden sentir la tentación de hacer uso de sus prerrogativas para perturbar u obstruir la marcha de la sociedad e inducir al socio de control a que se avenga a pretensiones poco razonables.

En resumen, sopesando los pros y contras, no parece aventurado afirmar que, en términos generales, los beneficios que pueden obtener los *insiders* en la situación típica del *squeeze-out* son mayores que los costes que se infligen a los *outsiders*. Este es un lugar común en la literatura sobre la materia<sup>4</sup>. Lo

<sup>1</sup> Para una introducción a estas cuestiones nos permitimos remitir al lector a C. Paz-Ares: «Principio de eficiencia y derecho privado», *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a M. Broseta Pont*, vol. III, Valencia, 1995, págs. 284 y ss.

<sup>2</sup> Cfr. R. Clark: *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, pág. 505.

<sup>3</sup> Como fácilmente se advierte, la existencia de socios externos en las sociedades filiales, en la medida en que determina la necesidad de realizar la planificación estratégica en función del interés de la propia sociedad y separar claramente los distintos ámbitos de operaciones, impide optimizar la organización y gestión de la empresa policorporativa. Este es el aspecto sobre el que mayor énfasis suele poner la literatura: véase, por ej., D. R. Ivanovic: «Nodak Bancorporation v. Clarke: Redefining the Rights of Minority Shareholders in a Freeze-Out Under the National Bank Act», *Villanova Law Review* 39 (1994), págs. 943-946.

<sup>4</sup> Es ilustrativo, por ej., el *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, pág. 60. El lector interesado en mayores desarrollos consultará con provecho las páginas de R. J. Gilson y B. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2.ª ed., Westbury-New York, 1995, págs. 1.235 y ss. Los economistas financieros suelen subrayar también el papel facilitador de las OPAs y, por tanto, del mercado del control corporativo que desempeñan los *squeeze-outs*. El argumento puede resumirse así: los accionistas dispersos pueden anticipar que el valor que tendrá la empresa cuando quede bajo la gestión del opante será mayor al que resulta del precio de la oferta (de otro modo, el *raider* saldría perdiendo). Por ello, pueden sentirse inclinados a no desprenderse de sus acciones y a aprovecharse —como *free riders*— del incremento de valor de la empresa que aportará el *raider*. Y si es así, bien puede darse el caso de que los accionistas no acudan a la OPA y que, en consecuencia, el *raider* no adquiera el control truncándose una transacción eficiente. Para

que el cualquier caso está fuera de cuestión es que esa asimetría de costes y beneficios crece exponencialmente a medida que disminuye la participación de los minoritarios en el capital de la compañía o, si se prefiere, a medida que aumenta la participación del mayoritario. No es lo mismo, en efecto, que la cuota de participación de los minoritarios sea del 1% que del 49%.

### 1.3. Costes de transacción, monopolio bilateral y transformación de la tutela de los derechos

Con todo, el hecho de que exista una asimetría notable entre las ventajas que obtiene el socio de control y los sacrificios que se imponen a los accionistas minoritarios no prueba por sí misma la legitimidad del *squeeze-out*. En principio, lo único que revela esa asimetría es la existencia de una «oportunidad de negocio», de la que todos pueden salir ganando. Si el mayoritario gana 200 reuniendo en sus manos la totalidad de las participaciones sociales y el minoritario pierde 100 desprendiéndose o aceptando la amortización de las suyas es evidente que queda un amplio margen para el intercambio voluntario y la realización de la ventaja mutua. Ésta es, a fin de cuentas, la ley del mercado. El mayoritario y el minoritario tendrán incentivos, en efecto, para llegar a un acuerdo en cuya virtud el primero —o lo que igual da, la sociedad— recompre la participación del segundo por cualquier precio entre 100 y 200. La distribución del excedente —que, en el ejemplo, ascendería a 100— sería el objeto de la negociación. No habría razón, por tanto, para no proteger la participación del minoritario con una *regla de propiedad*. La regla de la propiedad se define por su congruencia con el proceso de asignación del mercado y, en consecuencia, prescribe que la obtención o invasión del derecho ajeno sólo puede legitimarse en el marco de una transacción voluntaria, en

la que es necesario avenirse al precio y demás condiciones que fije el titular del derecho. No abrigamos ninguna duda, en efecto, que si el intercambio entre mayoritario y minoritarios fuese fácil de realizar, los *squeeze-outs* no estarían justificadas económicamente y, además, podría darse de bruces con la garantía constitucional de la propiedad (artículo 14 CE). De ahí que la justificación de la figura en términos de eficiencia requiera también que se dé el segundo presupuesto a que antes nos referíamos: la existencia de costes de transacción prohibitivos.

El significado de este presupuesto se comprende sin esfuerzo: cuando el intercambio voluntario —el funcionamiento del mercado— se ve impedido por la existencia de altos costes de transacción —o costes que se disipan con la transacción misma— se producen ineficiencias que el Derecho debe corregir. Uno de los casos paradigmáticos en que esto ocurre es el del *monopolio bilateral*, que se produce cuando una parte depende dramáticamente de otra para la obtención del derecho o recurso que busca porque el mercado no puede procurárselo. En tal caso, la lógica del Derecho es sustituir el mercado que no funciona y replicar o simular el resultado que habría producido si funcionase sin costes de transacción. Y esto se consigue transformando la regla normal de protección de los derechos —la regla de propiedad— en una regla de responsabilidad. La regla de responsabilidad se caracteriza por permitir la invasión del derecho ajeno a cambio de una compensación objetiva, y, en esa medida, se sustancia en una suerte de *expropiación por razones de utilidad privada*, por paradójico que pueda parecer<sup>5</sup>. Los casos en que el sistema jurídico autoriza este tipo de expropiaciones son innumerables, pero será suficiente con mencionar dos especialmente ilustrativos: la constitución de una servidumbre de paso obligatoria prevista en el artículo

---

remediar este tipo de dinámicas improductivas, habría que establecer un mecanismo de penalización que disuada a los accionistas de hacer *free-riding* (véase S.L. Grossman y O.D. Hart: «Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation», *Bell Journal of Economics* 11 (1980), págs. 42 y ss.). La propuesta de utilizar como mecanismo de penalización precisamente el *squeeze-out* ha sido realizada recientemente por Y. Amihud, M. Kahan y R. Sundaram: *The Efficiency and Welfare Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, New York University, Center for Law and Business, working paper CLB-02-00, Marzo de 2002 (disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=305242>).

<sup>5</sup> La lógica de los supuestos en que se transforma la regla de propiedad en una regla de responsabilidad ha sido esclarecida por G. Calabresi y A.D. Melamed: «Property Rules, Liability y Rules and Inalienability Rules. One View of the Cathedral», *Harvard Law Review* 85 (1972), págs. 1089 y ss.; de la copiosa literatura habida con posterioridad, destacaríamos el estudio de L. Kaplow y S. Shavell, «Property Rules versus Liability Rules. An Economic Analysis», *Harvard Law Review* 109 (1996), págs. 713 ss.; para una aproximación en nuestra doctrina, véase C. Paz-Ares, «Principio de eficiencia y derecho privado», cit., págs. 2864 y ss.

564 CC o la doctrina de la accesión invertida trabajosamente elaborada por nuestro Tribunal Supremo (véase, entre tantas, sentencia del TS de 11 de junio de 1993). En uno y otro caso, el dueño de la finca es privado de su derecho de propiedad —o de una parte de su derecho de propiedad— que se transfiere contra su voluntad y a cambio de un precio objetivo a quien está en una situación de dependencia: el que no tiene acceso a la vía pública o el que de buena fe se ha extralimitado en su construcción.

Pues bien, en el *squeeze-out* nos encontramos exactamente ante un supuesto de esta naturaleza. El socio mayoritario necesita un derecho que sólo se lo pueden procurar los minoritarios. O más exactamente, que sólo se lo pueden procurar los minoritarios actuando de consuno, pues si se lo ofrecen unos y se lo niegan otros, poco o ningún provecho obtiene de la transacción. Esta circunstancia determina que el valor marginal de las acciones de los minoritarios, que para ellos se mantiene estable, resulte exponencialmente creciente para el socio mayoritario. Para él, conseguir la última acción vale infinitamente más que para el minoritario conservarla. Y aquí es precisamente donde estriba la raíz del problema, pues estando así las cosas *cualquier minoritario se sitúa en una posición de monopolio* y, desde ella, amenaza el éxito de una transacción mutuamente ventajosa, que alternativamente llegaría a buen puerto<sup>6</sup>. Es razonable, por tanto, que el sistema jurídico, para facilitar el resultado eficiente y evitar el *hold up*, permita invadir el derecho del minoritario sin su consentimiento, del mismo modo que autoriza la expropiación forzosa del dueño de la finca a favor de quien no tiene acceso a la vía pública (en el caso de la servidumbre de paso) o de quien se ha extralimitado en la construcción (en el caso de la «acesión invertida»).

<sup>6</sup> El problema se ve agravado, además, por el enorme *excedente* de la transacción. Y ello porque a medida que aumenta el excedente, aumenta también el incentivo de la parte que se halla en situación de monopolio para tratar de apropiárselo íntegramente y, de este modo, se pone nuevamente la transacción al borde del fracaso: «The greater the price of the prize, the greater the amount of resources wasted in what economists call “rent-seeking” activity» (véase P. Goldberg: «Relational Exchange, Contract Law and the Boomer Problem», en P. Goldberg (ed.), *Readings in the Economics of Contract Law*, Cambridge, 1989, pág. 70). El lector interesado en este problema encontrará referencias ulteriores en C. Paz-Ares, «Principio de eficiencia y derecho privado», cit., págs. 2861 y s.

<sup>7</sup> El argumento ha sido desarrollado por B. Johnsen: «Wealth is Value», *Journal of Legal Studies* 15 (1986), págs. 263 y ss.; recientemente, aun cuando utilice otro marco conceptual, vuelve sobre el tema L. A. Bebchuk, «Property Rights and Liability Rules: The Ex Ante View of the Cathedral», de próxima publicación en la *Michigan Law Review* y, entretanto, disponible en [ssrn.com](http://ssrn.com). Para una primera aproximación, nos permitimos reenviar nuevamente a Paz-Ares, «Principio de eficiencia y derecho privado», cit., págs. 2884-2889.

#### 1.4. La necesidad de protección adecuada. Una referencia a la constitucionalidad del *squeeze-out*

La necesidad de protección adecuada —básicamente de una compensación justa de los minoritarios que se ven excluidos de la sociedad— es el tercer presupuesto de la racionalidad económica del *squeeze-out*. Es cierto que la eficiencia se produce siempre que se maximiza la riqueza de la sociedad y que, en rigor, esa maximización tiene lugar aunque no haya compensación. La compensación —cabría pensar— es una cuestión puramente distributiva. Si el mayoritario gana 200 y el minoritario pierde 100, la eficiencia es independiente de que el mayoritario le pague al minoritario 100, 20 o nada. Sin embargo, un análisis más atento, enseguida revela que esto no es exacto. En el cálculo de la riqueza no ha de tenerse en cuenta sólo el punto de vista estático de la eficiencia asignativa, sino también el punto de vista dinámico de la eficiencia productiva. Dicho en otros términos, para calcular el efecto sobre la riqueza de una acción actual —en nuestro caso, de un *squeeze-out* que priva al minoritario de sus acciones para transferírselas al mayoritario— hemos de considerar el efecto no sólo hoy, sino también en el futuro, porque el concepto de riqueza no es un concepto *flow*, sino un concepto *stock*: la riqueza se define en función del valor presente de los rendimientos futuros de un recurso. Y esto obliga a tener en cuenta también el *factor inversión*. Desde esta perspectiva, enseguida advertimos que si no se compensase adecuadamente a quien es privado del derecho, la transacción destruiría riqueza. La falta de confianza en la protección futura del recurso incrementaría la tasa de descuento y, por tanto, reduciría el valor actual de los rendimientos futuros. En un escenario de este tipo, nadie invertiría en posiciones minoritarias en una sociedad o lo haría a un precio muy bajo<sup>7</sup>. De ahí que,

ya no la justicia, sino la eficiencia exija una protección adecuada de los derechos objeto de «expropiación». En última instancia, ésta es la razón que explica que la regla general de protección de los derechos sea la regla de propiedad, que asegura que nadie se verá privado de ellos sin su consentimiento. Si en ocasiones hay que degradar esa regla por la existencia de costes de transacción prohibitivos, la garantía mínima que debe subsistir para promover la inversión y no incrementar la tasa de descuento es la de la protección adecuada.

En el plano jurídico, este razonamiento enlaza con la garantía constitucional de la propiedad (artículo 14 CE) de la que, obviamente, se benefician también las participaciones en una sociedad, tanto en su vertiente patrimonial como en su vertiente política<sup>8</sup>. De lo que se trata es de demostrar que, 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. El tema se ha suscitado en algunos países vecinos y hoy parece estar zanjado en el sentido de reconocer la plena legitimidad de la figura. El argumento que conduce a esta conclusión parte de la premisa de que la legislación que contempla la posibilidad del *squeeze-out* se mueve dentro de los poderes de configuración del derecho de propiedad que la constitución reconoce al legislador ordinario y, en particular, que es expresión de las limitaciones que éste puede imponer al derecho de propiedad en atención a

su función social. Lo único que hace falta es que la limitación respete el *principio de proporcionalidad* de la intervención, lo cual se traduce en la necesidad de satisfacer tres requisitos: (i) idoneidad (o adecuación significativa entre el medio de intervención elegido y el fin buscado); (ii) exigibilidad (inexistencia de otro medio menos gravoso para alcanzar el objetivo buscado); y (iii) proporcionalidad *stricto sensu* (o relación equilibrada entre la gravedad del medio y la utilidad del fin buscado<sup>9</sup>). Pues bien, a nuestro modo de ver, los mecanismos estándar de *squeeze-out* satisfacen cumplidamente estas exigencias. El legislador, en efecto, puede considerar: (i) que la función social de la propiedad justifica el sacrificio de interés de los minoritarios a conservar su participación frente al interés del mayoritario a centralizar todo el capital en sus manos para poder desarrollar —sin costes, gastos ni riesgos adicionales— una política de grupo (esto es en definitiva, la asimetría de costes y beneficios); (ii) que el *squeeze-out* es el medio idóneo y exigible para ello (puesto que los costes de transacción impiden alcanzar el resultado voluntariamente); y (iii) que la limitación es proporcional a condición de que, al menos, cumpla dos condiciones (en las que se condensa el presupuesto de la «protección adecuada»), a saber: que los minoritarios dispongan remedios jurídicos frente al abuso del mayoritario (posibilidad de revisar judicialmente las decisiones del mayoritario) y que se les asegure una indemnización íntegra por la pérdida de su posición jurídica, condiciones ésas que —como enseña veremos— se dan en nuestro ordenamiento<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Véase, por todos, F. Rey Martínez: *La propiedad privada en la Constitución española*, Madrid, 1994, pág. 276.

<sup>9</sup> Cfr. Rey Martínez, *La propiedad privada en la constitución española*, cit., págs. 371 y ss., e *ibi* más indicaciones.

<sup>10</sup> En términos resumidos, el razonamiento que hemos ofrecido coincide sustancialmente con el ofrecido por el Tribunal Constitucional alemán en dos casos en los que se ocupó de estas cuestiones: *Feldmühle* (BverfGE 14, págs. 263 y ss) y *Moto-Meter* (BVerfG, ZIP 200, págs. 1670 y ss.). En uno y otro se objetaba que la *Umwandlungsgesetz* permitiese a la mayoría expulsar a la minoría a través de la denominada *übertragende Auflösung* o transmisión del patrimonio total de una sociedad al socio mayoritario con compensación en metálico de los minoritarios (dentro de la amplia literatura ocasionada por esos casos véase, respectivamente, A. Hueck: «Zur Frage der Verfassungsmässigkeit des Umwandlungsgesetzes», *Der Betrieb* 1960, págs. 375 y ss., y O. Weber: *Neue Juristische Wochenschrift* 2000, págs. 3471 y ss.) Recientemente, tras la aprobación de una regulación específica para el *squeeze-out* en la *Übernahmegesetz* (BGBl, 2001, págs. 3822 y ss.), por medio de la cual se introduce un nuevo § 237 en la *Aktiengesetz*, se suscitó de nuevo su constitucionalidad ante la jurisdicción ordinaria. El Tribunal de Apelación de Osnabrück volvió a confirmar la constitucionalidad (véase *LG Osnabrück* 5-7-2002, *AG* 2002, págs. 527 y ss., comentada por G. Wirth y M. Arnold: «Anfechtungsklagen gegen Squeeze-out Hauptversammlungsbeschlüsse wegen angeblicher Verfassungswidrigkeit», *Aktiengesellschaft* 2002, págs. 503 y ss.). Debe recordarse que algo similar ha ocurrido también en Francia en relación a la Loi 93-1444 de 31 de diciembre de 1993 (*J.O.* 5-I-1994), que introdujo el *retrait obligatoire*, facultando al accionista mayoritario que se hubiese hecho, tras una OPA, con el 95% del capital, a exigir a los minoritarios que le transfieran forzosamente sus participaciones a cambio de una compensación adecuada. Del tema se ocupó la sentencia de la Cour d'Appel de Paris 16 de mayo de 1995 posteriormente confirmada por la Cour de Cassation (sobre el caso véase P. Alfredo: «El precio ofrecido en la oferta de exclusión: una aproximación comparatista franco-española», *Revista de Derecho Mercantil*, 237 (2000), págs. 1213-1215 e *ibi* más información).

## 2. MECÁNICA DE LA TRANSACCIÓN

### 2.1. Amortización forzosa de acciones y principio de doble mayoría

Una vez reconocida la racionalidad económica de la figura, es oportuno parar la atención sobre el modo de ponerla en práctica en el ámbito doméstico. Es cierto que, a diferencia de otros ordenamientos, el Derecho español no dispone de una vía o cauce específico para implementar el *squeeze-out*. No obstante, cuentan con varias estructuras de las que puede echarse mano para lograr el resultado buscado (véase *infra* epígrafe 2.5). La que a todas luces parece preferible es la que proporciona el artículo 164.3 LSA<sup>11</sup>. Como decimos, no es que la estructura de la amortización forzosa esté pensada *ad hoc* para este caso —se trata de una estructura causalmente polivalente, apta para cumplir muchos otros cometidos (por ejemplo, para resolver el problema de los picos y fracciones). Sin embargo, es la primariamente pensada o predispuesta por el legislador para encauzar cualquier transacción que implique la exclusión de unos accionistas y la permanencia de otros dentro de la sociedad. La razón de ello es que el artículo 164.3 LSA contempla una garantía mínima para los excluidos —la necesidad de que presten una suerte de *placet* colecti-

vo a la medida—, cuya inobservancia puede ser interpretada como indicio de fraude y de «absolutismo político» de los socios mayoritarios. De la lectura del precepto se deduce, efectivamente, que la condición fundamental que ha de satisfacerse para llevar a efecto la transacción es la impuesta por *el principio de doble mayoría*, de conformidad con el cual la aprobación del *squeeze-out* requiere, además del voto favorable de la mayoría de las acciones concurrentes o representadas en la Junta general —un requisito que, *ex definitione*, se cubre con la participación del socio mayoritario—, el voto favorable de «la mayoría de los accionistas interesados» —en nuestro caso, los accionistas minoritarios que sufren la exclusión—, que habrá de emitirse, bien en Junta especial convocada al efecto, bien mediante votación separada dentro de la propia Junta general (artículo 148.2 LSA)<sup>12</sup>.

A pesar del equívoco tenor literal de la norma, «la mayoría de los accionistas interesados» no debe entenderse como *mayoría de cabezas*, sino como *mayoría de capital* (otra interpretación, sobre ser contradictoria con el principio de cómputo propio de la sociedad anónima, no se compadecería con los criterios del artículo 103 LSA, al que remite —vía artículo 144 LSA— el artículo 164.3 LSA)<sup>13</sup>. Tam-

<sup>11</sup> Debe recordarse que el art. 164.3 LSA es fiel trasunto del art. 100 II de la previgente Ley de Sociedades Anónimas de 1951 y que, en esa medida, la experiencia, la doctrina y las resoluciones registrales y judiciales recaídas al amparo de este precepto resultan perfectamente aplicables a aquél.

<sup>12</sup> La doctrina y la jurisprudencia vienen entendiendo que la expresión legal «accionistas interesados» no se refiere sólo a los accionistas que salen de la sociedad con la reducción de capital (interesados o afectados *directos*), sino también a los accionistas que permanecen en ella (interesados o afectados *indirectos*), lo cual exige que el acuerdo sea aprobado por la mayoría de cada uno de ambos grupos de afectados, que habrá de obtenerse en sendas Juntas especiales o votaciones separadas (véase, por ej., A. Pérez de la Cruz y A. Auriolés Martín: «La reducción de capital», vol. VII-3 de R. Uría, A. Menéndez y M. Olivencia (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid 1995, págs. 73-74; A. Sánchez de Andrés: «Aumento y reducción de capital», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de las sociedades de capital*, Madrid, 1987, pág. 374; F.J. Alonso Espinosa: «Modificación de estatutos y aumento y reducción de capital», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* 8 (1990), pág. 102; F. Sánchez Calero: *Instituciones de Derecho Mercantil*, 23.ª ed., vol. I, Madrid, 2000, págs. 439-440; J. Massaguer Fuentes, «Acerca de determinados aspectos de la reducción de capital en una sociedad anónima mediante reembolso a los accionistas que únicamente afecta a una parte de las acciones», en *Derecho de Sociedades, Libro homenaje al Profesor F. Sánchez Calero*, vol. III, Madrid, 2002, pág. 2374; véase también STS de 17 de febrero de 1958 (Ar. 1023). La exigencia de la mayoría adicional de los interesados o afectados indirectos está justificada en general, puesto que en la fenomenología abstracta del artículo 164.3 LSA pueden darse situaciones —imagine un supuesto de crisis empresarial o un supuesto en que se ofrece un precio de salida muy elevado— en que el interés predominante sea desinvertir, en cuyo caso ha de asegurarse que la medida es aceptada por la mayoría de los que *prima facie* resultan sacrificados o postergados, que son precisamente aquellos a los que se priva de la posibilidad de obtener el reembolso de sus acciones. En el caso del *squeeze-out*, este problema es irrelevante, puesto que el único socio que queda es el accionista mayoritario, cuyo voto necesariamente ha de ser favorable para que el acuerdo de reducción resulte aprobado en la Junta general a que se ha hecho referencia en el texto.

<sup>13</sup> Recientemente, en el caso de *Crédit Lyonnais*, se suscitó esta duda por parte del Registrador Mercantil de Madrid. Finalmente, el Registrador inscribió la reducción de capital acordada al amparo del art. 164.3 LSA para excluir a los accionis-

poco debe entenderse como *mayoría abstracta* —o mayoría del capital en manos de los accionistas minoritarios—, sino como *mayoría concreta* o mayoría del capital de los minoritarios que acuden a la Junta especial o a la votación separada de la Junta General<sup>14</sup>. Este criterio se basa: (i) en la traslación a este caso de los criterios generales de cómputo que rigen en la sociedad anónima; (ii) en lo previsto por el artículo 103 LSA, al que se llega —vía artículo 144 LSA— por la remisión del artículo 164.3 LSA; y (iii) en la interpretación efectuada por el artículo 159.3 RRM, que dispone que en la escritura se indique el capital concurrente a la votación separada, no el capital total<sup>15</sup>.

En algunas ocasiones, se ha sostenido que la reducción de capital mediante amortización de acciones que no afecta por igual a todos los accionistas debería reunir otros requisitos procedimentales o formales adicionales a los anteriormente indicados y, en concreto, los tres siguientes: (i) que las acciones afectadas integren una «clase de acciones» en el sentido legal de este término; (ii) que la amortización forzosa esté prevista de antemano en los estatutos de la sociedad; y (iii) que la salida

efectiva de la sociedad se condicione en última instancia al consentimiento individual de los minoritarios. Dado que la exigencia de cualquiera de ellos —y, en especial, del último— crearía un obstáculo infranqueable para la realización del *squeeze-out* al amparo del artículo 164.3 LSA, seguidamente se justifica por separado su improcedencia.

## 2.2. «Clases de acciones»: un falso problema

Si nos atenemos al tenor literal —y, desde luego, al sentido último— del artículo 164.3 LSA, advertimos de inmediato que la Ley ha dejado a la sociedad un amplio margen de libertad para determinar las acciones que pueden verse afectadas por la reducción del capital<sup>16</sup>. En particular, no cabe exigir que las acciones a amortizar hayan de individualizarse por su pertenencia a una *clase de acciones* en el sentido del artículo 49 LSA. La tesis contraria, mantenida por un sector minoritario de la doctrina en relación al artículo 100 de la previgente Ley de 1951<sup>17</sup>, no tiene otro fundamento que el voluntarista deseo de limitar el ámbito de operatividad de una figura que no se ve con buenos ojos. La inter-

tas minoritarios sin exigir que se le acreditara la mayoría de cabezas. La jurisprudencia del Tribunal Supremo avala igualmente la interpretación que aquí se propugna; así la STS de 17 de febrero de 1958 (Ar. 1023) se refiere a «la mayoría de las *acciones* que resultaron afectadas». Para evitar cualquier duda o problema es recomendable, en todo caso, redactar el Acta de la Junta indicando simple y lacónicamente que el «acuerdo de los accionistas interesados ha sido adoptado con las mayorías exigidas por la Ley».

<sup>14</sup> Para el *quórum* de constitución —el tema es pacífico en la doctrina y en la práctica— rigen las reglas generales, a saber: en primera convocatoria han de concurrir —directamente o por medio de representación— el 50% del capital suscrito con derecho a voto en manos de los minoritarios; en segunda convocatoria, basta con que concurra el 25% (art. 103.1 y 2 LSA al que remite —vía arts. 164.3 y 144 LSA— el art. 148.1 LSA).

<sup>15</sup> En el mismo sentido se orienta la doctrina más autorizada: véase J. Girón Tena: *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952, pág. 467; F. Palá: «El cómputo de la mayoría en la junta general de accionistas», *Revista de Derecho Mercantil* 95 (1965), págs. 57-58; J. Garrigues, en J. Garrigues y R. Uría, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3.ª ed., vol. II, Madrid, 1976, pág. 247; R.B. García Luengo: *Régimen jurídico de las Juntas especiales en la sociedad anónima*, Salamanca, 1980, págs. 63-64; A.B. Campuzano Laguillo: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Madrid, 2000, págs. 337-338; Massaguer, «Acerca de determinados aspectos», cit., págs. 2376-2378; H. Sánchez Rus: «La amortización forzosa de acciones en el derecho español», *Revista de Derecho de Sociedades* (1999), pág. 222., etc. En contra, con apoyo únicamente en la imperfecta dicción literal del art. 164.3 LSA, véase E. Beltrán: «Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas», en *Estudios homenaje a E. Verdura Tuells*, Madrid, 1994, pág. 222; A. Marina: «Supuestos específicos de modificación estatutaria: modificaciones perjudiciales a determinadas clases de acciones, restricciones a la libre transmisibilidad de acciones y cambio de domicilio social», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas*, vol. III-1, Madrid, 1994, págs. 111-112; J. Sagasti: *El régimen jurídico de las acciones sin voto en el Derecho español y comparado de sociedades y de valores*, Madrid 1997, págs. 538-539; M. Gómez Mendoza: «Juntas especiales: organización y funcionamiento», en *Estudios homenaje al profesor J.F. Duque*, vol. I, Valladolid, 1998, pág. 426.

<sup>16</sup> Otra cosa es que, en el plano material, ese margen de actuación se encuentre restringido por la prohibición de actuar arbitrariamente. De este aspecto nos ocuparemos luego (véase *infra* epígrafe 3.3).

<sup>17</sup> Véase A. Pérez de la Cruz: *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bologna, 1973, pág. 145.

pretación que proponemos se encuentra avalada, en cambio, por la interpretación literal, sistemática y teleológica del artículo 164.3 LSA. Desde el primer punto de vista, es claro que la literalidad del precepto no impone que las acciones afectadas por la reducción de capital se seleccionen o delimiten por características diferenciales de las propias acciones, que es lo que determinaría la existencia de una clase. La norma habla simplemente de «acciones» y, siendo ello así, no procede que el intérprete realice distinciones que no ha hecho el legislador: «*ubi lex non distinguit...*». La misma conclusión se alcanza analizando la cuestión desde el punto de vista sistemático. En este aspecto es de observar que el artículo 164.3 LSA no exige la concurrencia de los presupuestos del artículo 148 LSA —que requiere la existencia de una clase de acciones—, sino simplemente que los acuerdos se adopten en la forma prevista en el artículo 148 LSA —es decir, mediante Junta especial o votación separada. Es más, si el artículo 164.3 LSA hubiera querido referirse a «clases» de acciones, habría sido innecesaria la remisión al artículo 148 LSA. Este último precepto se aplicaría *recta via*<sup>18</sup>. Finalmente, no puede perderse de vista el aspecto funcional o finalista del mecanismo previsto en el artículo 164.3. LSA. Si la norma permite la amortización forzosa del capital es porque quiere facilitar la realización de ciertas operacio-

nes societarias que —como ocurre con el *squeeze-out* que aquí analizamos— nada tienen que ver con la pertenencia de los afectados a una clase u otra. No debe sorprender por ello que la opinión más generalizada entre los tratadistas<sup>19</sup>, la jurisprudencia del Tribunal Supremo<sup>20</sup> y la mejor doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado<sup>21</sup> admitan sin paliativos la amortización selectiva de acciones con independencia de la clase o serie a que pertenezcan e incluso con independencia de que exista una única clase y serie.

### 2.3. ¿Necesidad de previsión estatutaria previa?

La Ley tampoco supedita la viabilidad de la amortización forzosa de acciones a la existencia de una autorización estatutaria previa. Sin embargo, en algunas ocasiones se ha conjeturado que, dado el parentesco entre el artículo 164.3 LSA y el artículo 36 de la Directiva 77/91/CEE (Segunda Directiva del Consejo en materia de sociedades), que condiciona la retirada forzosa de acciones a su «prescripción o autorización» en los estatutos o en la escritura de constitución, la norma doméstica debía ser interpretada en el sentido de que la reducción de capital que analizamos sólo podría ponerse en práctica por parte de aquellas sociedades que previamente la tuviesen prevista en sus estatutos sociales<sup>22</sup>. En el pasado, nosotros mis-

<sup>18</sup> El argumento se cierra invocando el apartado tercero del propio art. 148 LSA, cuyo tenor deja poco margen para la vacilación: «Cuando la modificación afecte sólo a una parte de las acciones pertenecientes a la misma clase y suponga un trato discriminatorio entre las mismas, se considerará, a efectos de lo dispuesto en el presente artículo, que constituyen clases independientes las acciones afectadas por la modificación, siendo preciso, por tanto, el acuerdo separado de cada una de ellas».

<sup>19</sup> Véanse, entre otros, Girón Tena: *Derecho de Sociedades*, cit., págs. 516 y ss.; J. Garrigues, «Comentario», cit., vol. II, pág. 361; M. de la Cámara: *Estudios de Derecho mercantil*, vol. II, 2.ª ed., Madrid, 1978, pág. 163; A. Velasco Alonso: *La Ley de Sociedades Anónimas*, 5.ª ed., Madrid, 1982; Sánchez de Andrés: «Aumento y reducción del capital», cit., pág. 374; M. de la Cámara Álvarez: *El capital social: Aumento y reducción*, Madrid, 1996, pág. 510; etc.

<sup>20</sup> Véase STS de 17 de febrero de 1958 (Ar. 1023).

<sup>21</sup> Véase RDGRN de 23 de noviembre de 1992 (Ar. 9492).

<sup>22</sup> A decir verdad, hemos de precisar que la mayoría de los pronunciamientos que hemos encontrado en la doctrina tienen por objeto señalar la discordancia entre el art. 36 Directiva 77/91 CEE y el art. 164.3 LSA. (véase J.M. Cuesta Rute: «Aumento y reducción de capital», en A. Rojo (coord.), *La reforma de la ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, pág. 212; A. Bercovitz Rodríguez Cano: «Modificaciones estatutarias. Aumento y reducción de capital», en I. Quintana Carlo (dir.), *El nuevo Derecho de las sociedades anónimas*, Madrid, 1989, pág. 193; M. C. Sánchez de Miguel: «Reducción de capital: modalidades y requisitos», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas*, vol. III-2, Madrid, 1994, pág. 784; De la Cámara: *El capital social: aumento y reducción*, cit., págs. 508-509); J. Alfaro Aguila-Real: «Los conflictos intrasocietarios. Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada», *Revista de Derecho Mercantil*, 222 (1996), pág. 1130. Ninguno de ellos llega al punto de exigir la suplementación de la ley nacional mediante la aplicación directa de la Directiva. Ello no quiere decir, sin embargo, que este punto de vista no haya sido defendido en nuestro Derecho. Los esfuerzos más notables en esta dirección se deben fundamentalmente a Sánchez Rus: «La amortización

mos hemos simpatizado, aunque fuera incidentalmente, con esta interpretación<sup>23</sup>. No obstante, examinada la cuestión con más atención, ha de optarse resueltamente por no integrar en el derecho doméstico el requisito comunitario, y ello en atención a dos razones fundamentales. La primera es de orden sustantivo y descansa sobre la inaplicabilidad del artículo 36 Directiva 77/91/CEE al supuesto que nos ocupa. El precepto comunitario establece la garantía de la previsión estatutaria para las reducciones de capital adoptadas por una única mayoría (la mayoría de la Junta general). No parece aplicable, por tanto, a las reducciones de capital que, como ocurre con la que nos ocupa, han de ser adoptadas por una doble mayoría (la mayoría de la Junta general y la mayoría de la Junta especial o votación separada de los afectados)<sup>24</sup>. Y es lógico que así sea, puesto que la protección material que proporciona a los afectados el principio de la doble mayoría hace innecesaria la considerablemente más débil protección formal que suministra la previsión de la medida en los estatutos sociales. No podemos llamarnos a engaño. La garantía que ofrece la publicidad estatutaria en orden a la posibilidad de llevar a cabo la operación es mínima. Es cierto que los socios saben de antemano a qué atenerse. Pero no lo es menos que también lo saben cuando dicha posibilidad está contemplada en la Ley. La única diferencia es que si desean prescindir de ella, deberán introducir una cláusula en los estatutos prohibiendo el uso del artículo 164.3 LSA<sup>25</sup>.

La segunda razón es más formal y estriba en la falta de eficacia horizontal de las Directivas comunita-

rias. En efecto, aun cuando tuviésemos que aceptar la premisa de que el artículo 164.3 LSA entronca con el artículo 36 Directiva 77/91 CEE, de ello no se seguiría la necesidad de supeditar la realización de las reducciones de capital que nos ocupan a la existencia de una autorización estatutaria previa. No puede desplazarse sobre los agentes económicos el coste de verificar en cada momento si el Derecho doméstico que gobierna sus transacciones ha implementado correcta y suficientemente las Directivas de la Unión Europea. En este punto hay que recordar la doctrina del Tribunal de Justicia de Luxemburgo, en cuya virtud las Directivas gozan únicamente de eficacia vertical (frente al Estado), lo que significa que la norma nacional no puede ser sustituida o suplementada por el aplicador del Derecho mediante la aplicación directa de la norma comunitaria. Todo lo más que puede hacer el aplicador del Derecho es *interpretar* el Derecho nacional conforme al comunitario. Y como es manifiesto, la exigencia de previsión estatutaria sería algo más que «interpretación conforme al Derecho comunitario»; sería pura y llanamente «aplicación del derecho comunitario» y desaplicación del derecho interno<sup>26</sup>.

#### 2.4. A vueltas con el consentimiento individual

El último escollo con que podría tropezar la viabilidad del *squeeze-out* en el derecho doméstico radica en una opinión aislada que pretende subordinar la realización de la reducción de capital prevista en el artículo 164.3 LSA al consentimiento individual de los socios que resultan excluidos de la sociedad<sup>27</sup>. La

---

forzosa de acciones en el derecho español», cit., págs. 228 y ss., y a L. Fernández del Pozo y G. Herrero: *El precio en las cláusulas restrictivas de la libre transmisibilidad de acciones o participaciones*, Madrid, 1994, pág. 39 (el cual rectifica ahora que su opinión en L. Fernández del Pozo, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002, págs. 97 y ss.).

<sup>23</sup> Véase C. Paz-Ares: *¿Dividendos a cambio de votos?*, Madrid, 1996, pág. 30 (n. 11).

<sup>24</sup> Puede afirmarse por ello que el art. 164.3 LSA no entronca, en realidad, con el art. 36, sino —como oportunamente ha señalado A. Sánchez de Andrés («Aumento y reducción de capital», cit., pág. 374)— con el art. 31 de la Directiva 77/91/CEE, que reza así: «Cuando existan varias categorías de acciones, la decisión de la Junta general relativa a la reducción de capital estará subordinada a una votación por separado al menos por cada categoría de acciones a cuyos derechos afecta la operación». La objeción de que el art. 31 Directiva 77/91/CEE se refiere a clases de acciones y el art. 164.3 LSA a cualquier conjunto de acciones, aunque no formen una clase, se disuelve si tenemos en cuenta el ya recordado art. 148.3 LSA, que equipara legalmente el tratamiento de una clase de acciones a la de cualquier conjunto dentro de una clase que se vea afectado por un tratamiento discriminatorio (véase *supra* nota 18).

<sup>25</sup> Llega a la misma conclusión F. Vicent-Chuliá: *Introducción al Derecho Mercantil*, 12.ª ed., Valencia, 2000, pág. 417.

<sup>26</sup> Para un desarrollo más minucioso de este planteamiento, véase Fernández del Pozo, *Amortización de acciones*, cit., págs. 97-103 y por Massaguer, «Acerca de determinados aspectos», cit., págs. 2368-2373 e *ibi* ulteriores referencias.

<sup>27</sup> Esta es la posición antiguamente mantenida por Pérez de la Cruz: *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, cit., págs. 318-319. En su obra más reciente, sin embargo, parece haber rectificado el criterio; véase Pérez de la Cruz y Auriolés Martín: «La reducción de capital», cit., págs. 73-74.

cuestión no tendría mayor importancia si no fuera porque dicha opinión parece haber sido exhumada recientemente por la Dirección General de los Registros y del Notariado en una resolución en verdad sorprendente. El fragmento que interesa destacar es el siguiente:

*«A lo anterior ha de añadirse que precisamente por esa diversidad de fundamento de cada una de esas previsiones legales, es perfectamente posible la necesidad de su aplicación cumulativa si existe concurrencia de las razones que las determinan. Así ocurre en el caso debatido, que no es simplemente de reducción de capital con amortizaciones de algunas acciones (como prevé el artículo 164 de la Ley de Sociedades Anónimas), sino de reducción de capital con amortización sólo de todas las acciones pertenecientes a tres socios, lo que implica su salida de la sociedad; el acuerdo es, por una parte, radicalmente discriminatorio, y por otra, afecta a la posición jurídica individual de los socios salientes (trasciende por tanto a la mera modificación estatutaria, para incidir sustancialmente en el propio aspecto contractual) y, en consecuencia no sólo procede la aplicación de las disposiciones de protección de esos socios salientes que ven tan radicalmente su posición jurídica individual (y que, por tanto, deben ser protegidos de forma individualizada pues, no existe un interés común a defender por más que sean tres los salientes), sino también la de las señaladas para el caso de la discriminación inherente al acuerdo, las cuales permitirán evitar que los salientes, por razón de su participación en la sociedad, puedan imponer a los demás tal*

*decisión (obsérvese la discriminación que el acuerdo supone pues, con independencia de la adecuada o inadecuada valoración de las acciones a amortizar, los salientes obtendrán la restitución inmediata de sus aportaciones, en tanto que los demás, para conseguir el mismo efecto, deberían sujetarse al trámite liquidatorio legalmente previsto)»<sup>28</sup>.*

El argumento que, en última instancia, se esgrime en favor de esta solución extrema se basa en la existencia de un supuesto derecho individual de los socios a la permanencia en la sociedad y a ser tratados de modo paritario, que operaría como límite infranqueable al poder de disposición de las mayorías<sup>29</sup>. Se trata, sin embargo, de un argumento enteramente falaz. Para apercibirnos de ello basta con advertir que parte de una petición de principio, pues la existencia del artículo 164.3 LSA prueba justamente que no existe ese derecho individual a no ser excluido de la sociedad y a recibir un trato igualitario que se proclama apodícticamente, al menos en el supuesto en que concurra la doble mayoría exigida por el precepto<sup>30</sup>. Como se ha dicho con acierto, «que una norma, por ser excepcional, no deba ser interpretada extensivamente, no autoriza para reducir el ámbito de lo exceptuado»<sup>31</sup>. Los derechos individuales que se invocan sólo serían admisibles si hubiesen sido reconocidos por los estatutos impidiendo a la sociedad hacer uso del procedimiento previsto en el artículo 164.3 LSA o condicionándolo a la concurrencia de ciertas causas tasadas de antemano<sup>32</sup>.

<sup>28</sup> RDGRN de 1 de marzo de 1999 (Ar. 1372).

<sup>29</sup> En la primera fase de su evolución, sostuvo lo propio la jurisprudencia americana al amparo de la doctrina de los *vested rights* de los accionistas, que no podían ser contradichos por la mayoría sin su consentimiento (véase E. J. Weiis: «The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective», *New York University Law Review* 56 (1981), págs. 627-629).

<sup>30</sup> Esta objeción fundamental no puede neutralizarse aduciendo que el procedimiento del art. 164.3 LSA solo es aplicable a aquellos casos en que la amortización afecta a algunas acciones de todos o algunos de los socios, pero no cuando afecta a todas las acciones de algunos socios, como da a entender la mencionada RDGRN de 1 de marzo de 1999 (Ar. 1372). En las sociedades de capitales lo relevante es la cantidad. No sé entiende, en efecto, por qué podría reducirse sin su consentimiento la participación de un socio en un 50% o en un 95%, pero no en un 100%. Tampoco puede neutralizarse afirmando —como hacía el profesor Pérez de la Cruz en su primera obra— que los accionistas afectados o «interesados» a que se refiere el art. 164.3 LSA no son los accionistas cuyas acciones se reembolsan, sino los accionistas cuyas acciones permanecen. El objetivo de esta interpretación era referir la votación separada del art. 164.3 LSA a los accionistas que quedan en la sociedad y cubrir la laguna de protección de los accionistas salientes, invocando el principio general que ciertamente habría de ser de aplicación en el caso de que la Ley no dijese otra cosa, y es la necesidad de consentimiento individual para ser excluido de la sociedad. Es evidente, sin embargo, que una interpretación de esta índole no puede prosperar, puesto que va *contra tenorem rationis*. De hecho, ningún tratadista la ha seguido y el propio autor ha acabado rectificándola, según hemos tenido ocasión de indicar (véase, en la literatura más reciente, Campuzano Laguillo: *Clases de acciones*, cit., págs. 318-319).

<sup>31</sup> De la Cámara Alvarez: *El capital social: aumento y reducción*, cit., pág. 510.

<sup>32</sup> No hace falta decir que la tesis que aquí se propugna coincide con la que defiende la generalidad de la doctrina; véase, entre tantos, Girón Tena: *Derecho de sociedades anónimas*, cit., pág. 516; Garrigues, «Comentario», cit., pág. 361; Sánchez

En todo caso, la existencia del mencionado pronunciamiento registral aconseja, desde el punto de vista práctico, no dar comienzo a la ejecución de una operación de esta naturaleza antes de haber consultado el Registro Mercantil y haber obtenido de él una precalificación favorable. Considerando que con posterioridad a la citada RDGRN de 1 de marzo de 1999 (Ar. 1372) se ha practicado la inscripción de algunas operaciones de *squeeze-out* (por ejemplo, en el Registro Mercantil de Madrid la promovida por *Crédit Lyonnais*), y teniendo en cuenta la tendencia a la uniformidad en la calificación de los Registros con pluralidad de titulares (artículos 15 y 60 RRM), estimamos altamente improbable que en la actualidad se vuelva a denegar un juicio propicio a la operación. La práctica registral se seguirá orientando con toda seguridad por la anterior RDGRN de 23 de noviembre de 1992 (Ar. 9492), que en su momento optó por un control estrictamente procedimental de las reducciones de capital adoptadas al amparo del artículo 164.3 LSA. De ella interesa transcribir el siguiente paso:

*«En cuanto al segundo de los defectos recurridos, ha de señalarse que si bien la reducción de capital social por vía de amortización de determinadas acciones es un cauce ciertamente peligroso por cuanto puede facilitar la exclusión de la sociedad de los socios respectivos, no puede rechazarse la inscripción en el Registro Mercantil de tales hipótesis so pretexto de la no expresión de los motivos perseguidos por la reducción, pues tal exigencia no goza del adecuado respaldo normativo, y no resulta coherente con las características y modo de formación de la voluntad social ni con la soberanía que se reconoce a la Junta General para regir la vida social y, en especial, para acordar la reducción ahora cuestionada (vid. artículo 164 - 3.º de la Ley de Sociedades Anónimas), sin más límites que el escrupuloso cumplimiento de los requisitos y exigencias expresamente previstos al efecto (vid. artículos 144 y 148 de la Ley de Sociedades Anónimas y 170 del Registro Mercantil); todo ello sin perjuicio del derecho de impugnación del respec-*

*tivo acuerdo (vid. artículo 115 de la Ley de Sociedades Anónimas), y del respeto a las cautelas y garantías que la Ley prevé en orden a la fijación y pago del valor que haya de desembolsarse a los titulares de las acciones amortizadas, a cuya observancia queda supe-*  
*ditada la inscripción de la reducción (vid. artículos 147 de la Ley de Sociedades Anónimas y 170 - 5.º del Reglamento del Registro Mercantil)»<sup>33</sup>.*

## **2.5. Otras técnicas disponibles y menos aconsejables: la disolución con cesión global del activo y pasivo a favor del socio mayoritario**

Como hemos repetido, la amortización forzosa constituye, a nuestro modo de ver, la estructura más segura para vehicular el *squeeze-out* en el derecho español. Ello no quiere decir, sin embargo, que no puedan pensarse o imaginarse otras. He aquí las que se nos ocurren, algunas muy burdas, otras más refinadas: (i) constitución por el socio mayoritario de una sociedad paralela a la que, seguidamente, le vende el patrimonio íntegro de la sociedad en la que participan los minoritarios; (ii) elevación del valor nominal de las acciones y posterior fusión de la sociedad con el socio mayoritario —o con una sociedad controlada por él— de manera tal que la relación de cambio de los minoritarios no pueda ejecutarse por no alcanzar la unidad, debiendo compensárseles en metálico; (iii) transformación de la sociedad en sociedad colectiva, con lo que se forzaría a los minoritarios a separarse por temor a incurrir en responsabilidad personal y posterior retransformación en sociedad anónima; (iv) absorción de la sociedad por parte del socio mayoritario y posterior filialización de sus activos<sup>34</sup>; y (v) disolución de la sociedad mediante cesión global de activo y pasivo al socio mayoritario y pago a los minoritarios de su cuota de liquidación en dinero.

No hace falta entrar en el detalle de cada una de estas estructuras para cobrar conciencia de los problemas técnicos y de las debilidades sustantivas que presentan. La intuición jurídica común nos anticipa

de Andrés: «Aumento y reducción del capital», cit., pág. 374; B. García Luengo y R. Soto Vázquez: *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Granada, 1991, pág. 734; Fernández del Pozo, *Amortización de acciones*, cit., págs. 93-94. etc.

<sup>33</sup> En el mismo sentido, aunque *obiter dicta* puede mencionarse la RDGRN de 9 de enero de 1998 (Ar. 270), en la que leemos: «la situación de reembolso a los accionistas, de no ser igualitario, exigiría el acuerdo separado de los afectados a que se refieren los artículos 164.3 de la Ley de Sociedades Anónimas y 170.2 del Reglamento del Registro Mercantil».

<sup>34</sup> Esta operación tiene sentido cuando —como ocurrirá en la mayoría de los casos— el fin buscado sea eliminar los accionistas externos de una filial. El resultado se consigue incorporando los minoritarios de la filial a la sociedad matriz.

que muchas de ellas difícilmente pasarían el escrutinio judicial. La incoherencia entre el medio elegido y el fin buscado es tan patente que incluso el juez más formalista sentiría poco reparo en echarlas abajo. Las únicas que tal vez tendrían algún título para lograr la homologación son las dos últimas. La fusión con filialización porque indudablemente recurre a procedimientos típicos de reestructuración empresarial, legítimamente aplicables a fin de organizar eficientemente un grupo de sociedades. La disolución con cesión global del activo y pasivo a favor del socio mayoritario porque, al fin y al cabo, siempre podría argüirse: (i) que la ley reconoce a la mayoría la facultad de acordar la disolución cuando lo estime oportuno (artículo 260 1.º LSA); (ii) que la liquidación de la sociedad disuelta puede practicarse mediante el expediente abreviado de la cesión global de activo y pasivo (artículos 266 LSA *in fine* y 246 RRM); y (iii) que legalmente no hay obstáculo para que el beneficiario de la cesión global sea un socio de la sociedad disuelta (arg. *ex* artículo 117.1 LSRL).

Las razones anteriores justifican, a nuestro juicio, la posibilidad de recurrir legítimamente a dicha estructura, aunque en buena parte de los casos su uso estará desaconsejado por razones técnicas —el coste fiscal de la disolución suele ser prohibitivo; existe riesgo de oposición de los acreedores; etc.—. Y quizá también por razones de seguridad. En este sentido no puede desconocerse que la estructura en cuestión ofrece un flanco muy débil a la crítica, y es la objeción fraude o del abuso de la mayoría (artículo 292 CP). Este riesgo puede verse incrementado por el hecho de que se emplee con la finalidad de alcanzar un resultado práctico para el que el ordenamiento dispone de un cauce más específico, la reducción de capital por amortización forzosa de acciones (el artículo 164.3 LSA, a que nos hemos referido antes). El fundamento del reproche radicaría en el hecho de que, al elegirse la vía oblicua de la disolución, se eluden las garantías de los minoritarios directa-

mente contempladas en la regulación de la amortización forzosa. En nuestra opinión, el argumento tiene poco peso. De hecho, la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada prevé expresamente la figura de la disolución con cesión global de activo y pasivo a un socio (artículo 117 LSRL), no prohíbe que la correspondiente decisión sea adoptada por el socio mayoritario por hallarse en conflicto de intereses (véase artículo 52 LSRL)<sup>35</sup> y, en cambio, no admite la figura de la amortización forzosa de acciones con la aprobación de la mayoría de la minoría (artículo 79.2 LSRL). Y más aún, es justamente la técnica utilizada por alguno de los ordenamientos más significativos para implementar el *squeeze-out*. Nos referimos, en particular, a la *cash merger* del derecho norteamericano, que se basa en un procedimiento equivalente —por no decir igual— a la disolución con cesión del activo y pasivo a favor del socio mayoritario. La *cash merger* es una fusión —normalmente con el propio socio mayoritario o con una sociedad totalmente poseída por él— decidida por el propio socio mayoritario y cuya particularidad radica en que se compensa en metálico a los minoritarios<sup>36</sup>. Siendo ello así, quizá pudiera reservarse para aquellos supuestos en que los socios minoritarios tienen una participación despreciable en el capital social (por ejemplo, un máximo de un 5% o de un 10%) y en que el socio mayoritario que promueve la transacción se enfrenta a graves dificultades para obtener su aprobación vía artículo 164.3 LSA. Más adelante se justifica este punto de vista (véase *infra*, epígrafe 3.2).

### 3. SALVAGUARDIA DE LA TRANSACCIÓN

#### 3.1. El *squeeze-out* como transacción de alto riesgo

El hecho de que el *squeeze-out* posea una racionalidad económica que lo justifique en abstracto y de pueda llevarse a efecto cumplimentando los requisitos formales y procedimiento contemplados por el artículo 164.3 LSA (o, en su caso, por el

<sup>35</sup> Véase R. Uría, A. Menéndez y E. Beltrán, *Disolución y liquidación de la sociedad de responsabilidad limitada*, vol. XIV-4 del *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* dirigido por R. Uría, A. Menéndez y M. Olivencia, Madrid 1998, pág. 190.

<sup>36</sup> Para una excelente descripción de esta estructura véase Weis, «The Law of Take Out Mergers», cit., págs. 632 y ss. Ha de indicarse también que la técnica de la *Übertragende Auflösung* se empleó también tradicionalmente en el derecho alemán para instrumentar el *squeeze-out* (véase H. Kallmeyer: «Ausschluss von Minderheitsaktionären», *Aktiengesellschaft* (2000), pág. 59).

artículo 266 LSA) no puede llamarnos a engaño y hacernos olvidar que nos encontramos ante una transacción de alto riesgo desde el punto de vista jurídico-material. La razón de ello estriba, como fácilmente se advierte, en su enorme aptitud o idoneidad funcional para ser utilizada con fines ilegítimos o derechamente fraudulentos. No es de extrañar, por ello, que haya sido tachado por la Dirección General de los Registros y el Notariado de «cauce ciertamente peligroso por cuanto puede facilitar la exclusión de la sociedad de los socios respectivos» (RDGRN de 23 de noviembre de 1992, Ar. 9492); que con frecuencia los Tribunales acaben estimando las demandas de impugnación de los acuerdos correspondientes de la Junta general (véase, por ejemplo, sentencia del TS de 17 de febrero de 1958, Ar. 1023); y, en general, que los tratadistas o comentaristas que se ocupan de la materia expresen su preocupación o inquietud ante el artículo 164.3 LSA o 266 LSA o 117 LSRL y denuncien la facilidad que otorga para cometer atropellos y discriminaciones con los derechos de los accionistas minoritarios de la más variada suerte y pelaje<sup>37</sup>. La experiencia muestra que no es inusual que estas operaciones estén motivadas por fines espurios (por ejemplo, por el exclusivo deseo de monopolizar un negocio que se prevé suculento); que se consumen valiéndose de maniobras o escaramuzas tendentes a falsear las mayorías de los afectados (por ejemplo, formando grupos de afectados artificiales); que establezcan precios muy alejados del valor razonable de las participaciones (por ejemplo, tomando como referencia cotizaciones bursátiles deprimidas por la iliquidez del valor); o que se realicen de manera prácticamente clandestina explotando los problemas de coordinación y de falta de información de los accionistas minoritarios y dispersos. Todo lo cual muestra que el *squeeze-out* es un candidato con especiales títulos para ser censurado bajo la triple óptica del *interés social* a que se refiere el

artículo 115.1 LSA, de los *deberes de diligencia y lealtad* de los administradores establecidos por el artículo 127 LSA y del delito de *abuso de mayoría* tipificado en el artículo 291 CP.

Nada de ello significa que el recurso al *squeeze-out* y a la utilización de la vía que, a tal efecto, abre el artículo 164.3 LSA (o, en caso extremo, el artículo 266 LSA) hayan de desaconsejarse por sistema. Significa simplemente que hay que proceder con suma prudencia y con clara conciencia de que nos encontramos ante una operación sospechosa, que siempre será examinada con lupa y que seguramente será reprobada a la menor evidencia de fraude o abuso<sup>38</sup>. Por tanto, conocida la fragilidad congénita de la operación, es necesario salvaguardarla en la praxis cautelar frente a los riesgos jurídicos a que está sometida adoptando las medidas oportunas para garantizar el *fair dealing* y el *fair price* y, en concreto, que: (i) que la operación responde verdaderamente al «interés social»; (ii) que las mayorías que adoptan el acuerdo se han formado con autenticidad; (iii) que los socios afectados reciben una compensación adecuada; y (iv) que el proceso se conduce en todo momento con la debida transparencia. Sólo de esta manera puede minimizarse el riesgo de impugnación y, lo que tal vez sea más importante, el riesgo de responsabilidad —civil y penal— que puede cernirse sobre quienes promueven y gestionan esta clase de operaciones. Seguidamente se examinan por separado cada uno de estos aspectos.

### 3.2. Justificación de la transacción desde la óptica del interés social

El potencial expoliatorio del *squeeze-out* y el riesgo de que las estructuras legales que le sirven de soporte en nuestro derecho puedan ser utilizadas de manera abusiva por la mayoría hace prácticamente inexcusable, en primer lugar, que en el propio acuerdo se haga constar el motivo de la operación —la centralización de la totalidad del capital en una

<sup>37</sup> Son ilustrativas en este sentido las apreciaciones de P. Avila Navarro: *La sociedad anónima*, vol. II, Madrid, 1997, págs. 915-916 o, en relación a la disolución con cesión global de activo y pasivo a favor del socio mayoritario, de Uría, Menéndez y Beltrán, *Disolución y liquidación de la sociedad de responsabilidad limitada*, cit., pág. 190.

<sup>38</sup> Es de señalar que los ordenamientos con más veteranía en materia de *squeeze-outs* y *freeze-outs* llegan a la misma conclusión: «*Uncertainty over the aggregate net effects of these transactions suggests we should avoid extreme rules -like a rule forbidding all freeze-outs or a rule permitting all of them so long as they are effectuated at the stock's market price or better*» (Clark: *Corporate Law*, cit., pág. 513).

sola mano<sup>39</sup>— y que el interés social de la misma se justifique de manera mínimamente detallada en el Informe de quienes —accionistas o administradores— sometan la propuesta a la Junta general (artículo 144 LSA)<sup>40</sup>. Alguien pensará que la consignación abierta de que el objetivo perseguido con la transacción es la exclusión de la sociedad de todos los accionistas minoritarios resulta demasiado dura y que, en esa medida, puede tener el efecto contraproducente de predisponer contra ella a quien esté llamado a enjuiciarla. Puede ser cierto, pero ello no excusa de la obligación de actuar con franqueza. Es seguro que esa primera impresión se desvanecerá tan pronto como se comprenda la racionalidad económica de los *squeeze-outs* y se documente en el preceptivo Informe, con datos y argumentos suficientes, 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.

Como es natural, las necesidades de justificación están correlacionadas con la extensión o gravedad de la medida. Esta es una consecuencia del *principio de proporcionalidad*. En nuestra opinión, la justificación del *squeeze-out* reside prácticamente *in re ipsa* cuando afecta a una fracción mínima del capital social, que bien podría alcanzar hasta el 5% o 10%. En estos supuestos, cabría hablar de una presunción de compatibilidad de la medida con el interés social<sup>41</sup>. La asimetría entre costes y beneficios es tan grande cuando la participación del mayoritario se acerca al 100% y la de los minoritarios tiende al 0%

que parecen ociosas muchas explicaciones. Tan es así que, dentro de estos rangos, probablemente podría recurrirse a la técnica de la disolución con cesión global del activo y pasivo al socio mayoritario y, desde luego, estaría justificada una reforma legislativa que permitiese efectuar la operación sin contar con la aprobación de la mayoría de los minoritarios que exige el artículo 164.3 LSA. En apoyo de aquella presunción de compatibilidad y de estas propuestas *de lege lata* y *de lege ferenda* cabría apelar al Derecho comparado y, singularmente, la legislación societaria de los países de nuestro entorno, que han habilitado expresamente a los *insiders* en el control para acordar la exclusión de minoritarios a cambio de una adecuada compensación, incluso sin su consentimiento mayoritario<sup>42</sup>. Hemos de añadir que nuestro Derecho avanza en la misma dirección, como lo prueba la reciente aprobación del *Anteproyecto de Código de Sociedades Mercantiles* por parte de la *Comisión General de Codificación* del Ministerio de Justicia, cuyo artículo 572 se produce en los siguientes términos:

«1. La persona o sociedad dominante podrá adquirir, bien directamente o por medio de sociedades dominadas, la totalidad de las acciones o participaciones, sin necesidad de consentimiento individual de los socios cuando concurren las dos siguientes condiciones: 1.<sup>a</sup> Que tenga directa o indirectamente, al menos, el 90% del capital de la sociedad dominada; 2.<sup>a</sup> Que tenga al menos las  $\_$  partes de los votos correspondientes a las acciones o participaciones emitidas o creadas por la sociedad dominada.

2. La adquirente deberá pagar al contado o consignar una cantidad de dinero igual a la que percibiría el socio externo en el caso de separarse de la sociedad, más una indemnización, bien en dinero o en acciones o participaciones de la sociedad dominante, equivalente al 10% de la cantidad principal».

<sup>39</sup> Debe señalarse, en este sentido, que es comprensible el defecto aducido por el Registrador para denegar la inscripción del acuerdo de reducción en el caso examinado por la RDGRN de 23 de noviembre de 1992 (Ar. 9492). En su Nota de calificación decía: «En cuanto a la reducción de capital por amortización de las acciones números 1 a 1200 y 1301 a 2000, sigue sin expresarse una causa que justifique dicha medida, toda vez que la amortización forzosa de acciones que no afecta por igual a todos sus socios no puede convertirse en un mecanismo de eliminación de socios conflictivos por parte del accionista mayoritario». Decimos comprensible, aunque seguramente no es justificable, puesto que el Registrador no está institucionalmente habilitado para hacer un control de mérito de las operaciones que se someten a su calificación.

<sup>40</sup> Subraya este aspecto Fernández del Pozo, *Amortización de acciones*, cit., págs. 107-108.

<sup>41</sup> Cfr. G. Krieger: «Squeeze-Out nach neuen Recht: Überblick und Zweifelsfragen», *Betriebs-Berater* 2 (2002), pág. 55.

<sup>42</sup> Ha de señalarse que el derecho de la mayoría a excluir una minoría residual se encuentra reconocido en la mayor parte de los países de la Unión Europea —Holanda, Bélgica, Francia, Austria, Gran Bretaña, Italia y Suiza—, si bien en los tres últimos esa posibilidad sólo está contemplada en los supuestos en que previamente se hubiese formulado una OPA (para información detallada sobre estas experiencias véase Forum Europaeum: *Corporate Group Law for Europe*, Stockholm, 2000, págs. 72-74).

La misma trayectoria lleva la armonización del Derecho europeo, a juzgar por el *Informe Winter*, que recomienda vivamente la consagración en las legislaciones nacionales de un procedimiento de *squeeze-out* expeditivo en los casos en que el capital de los minoritarios no sobrepasa un umbral mínimo<sup>43</sup>.

Como es natural, no traemos a colación estas normas y propuestas con ánimo de pretender su vigencia actual, sino con el propósito de mostrar una línea de política legislativa que pone de relieve de manera especialmente incisiva la razonabilidad y, por tanto, la adecuación al interés social de los *squeeze-outs* de pequeño alcance. No puede pensarse, en efecto, que soluciones amparadas *de lege lata* por la mayoría de los ordenamientos europeos y *de lege ferenda* por grupos de expertos y órganos consultivos como los mencionados puedan ser tachadas de contrarias al interés social de las compañías anónimas<sup>44</sup>.

Es verdad que cuando la fracción de capital que aspira a excluirse de la sociedad reviste otras dimensiones —pongamos entre un 10% y un 49%— las tornas se invierten. En este caso, debe desaconsejarse vivamente el recurso al mecanismo expeditivo del artículo 266 LSA. No obstante, en relación con el mecanismo de la amortización forzosa tampoco debería exagerarse la gravedad del problema. En última instancia, el riesgo de infracción del interés social se halla amortiguado por el procedimiento de aprobación previsto en el artículo 164.3 LSA, que requiere el acuerdo favorable de la mayoría de los

minoritarios. El *squeeze-out* no es, en este sentido, una transacción vinculada, que se adopta por el socio mayoritario en una situación de conflicto de intereses, y esto debería reflejarse en una menor probabilidad de que prospere una impugnación por lesión del interés social<sup>45</sup>. La referencia comparatista que ahora procede efectuar es al Derecho americano del que puede extraerse una lección reconfortante para el nuestro. La historia puede resumirse así: a partir de los años treinta, las legislaciones de los distintos Estados comienzan a habilitar al socio mayoritario para el *squeeze-out*, normalmente a través del mencionado esquema de la *cash* o *take out merger*. Tras una primera época de abstención o pasividad, la jurisprudencia se ve obligada a tomar cartas en el asunto para atajar un fraude que amenazaba con hacerse rampante. Inicialmente, elabora al efecto el *business purpose test*, con el fin de rechazar aquellas operaciones que no tuvieran una justificación económica subyacente<sup>46</sup>. Más tarde, a principio de los años ochenta y a raíz del caso *Weinberg v. UOP, Inc.*, se consolida el *entire fairness test*, a tenor del cual, salvo prueba en contrario por parte del socio mayoritario de la razonabilidad de su decisión, las operaciones de *squeeze-out* se consideraran abusivas<sup>47</sup>. La manera que ha tenido la práctica de escapar a esta difícil prueba es solicitando la aprobación de la operación por los minoritarios excluidos. La jurisprudencia considera, en efecto, que sólo si la transacción es aprobada, la carga de la prueba y de la argumentación de que es abusiva corre a cargo de quien demanda<sup>48</sup>.

<sup>43</sup> Véase *Report of the Experts Group*, cit., págs. 36 y ss. La propuesta Directiva en materia de sociedades de OPAs hecha pública por la Comisión Europea el pasado día 2 de octubre de 2002 contiene una previsión semejante.

<sup>44</sup> Para una mayor desarrollo de esta ideas, resulta esclarecedor A. Khutorysky: «Coming in from the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-Out Transactions», *Columbia Business Law Review* (1997), págs. 133 y ss.

<sup>45</sup> Sobre la idoneidad de la regla de la votación separada para conjurar el riesgo de impugnación por lesión del interés social (art. 115.1 LSA), nos permitimos remitir a Paz-Ares: *¿Dividendos a cambio de votos?*, cit., págs. 140 y ss.

<sup>46</sup> «A § 251 merger [la denominada *cash merger*], made for the sole purpose of freezing out minority shareholders, is an abuse of the corporate process» (caso *Singer* expuesto por Weiss: «The Law of Take Out Mergers», cit., pág. 660).

<sup>47</sup> Weis: «The Law of Take Out Mergers», cit., págs. 669 y ss.; posteriormente, de manera más analítica, véase L. Herzl: «Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers after *Weinberger v. UOP*», *Business Lawyer* 1984, págs. 1526 y ss.

<sup>48</sup> La literatura a que ha dado lugar la decisión es muy abundante: véase, entre otros, G. E. Hobart: «Delaware Improves its Treatment of Freezeout Mergers: *Weinberger v. UOP, Inc.*», *Boston College Law Review* 25 (1984), págs. 717 y ss.; N. R. Weiss, «Rule 10b-5 and the Corporation's Duty to Disclose Merger Negotiations: A Proposal for a Safe Harbor from the Storm of Uncertainty», *Fordham Law Review* (1987), págs. 731 y ss.; J. Villalba: «Dissent and Appraisal Rights in Texas: A Discussion of the Delaware Block Method and the *Weinberger* Approach as Techniques to Appraise Dissenting Minority Shareholders' Stock in Merger Transactions», *Texas Journal of Business Law* (1996), págs. 75 y ss.; K. W. Parke: «A Cash-Out Breakthrough in Delaware Judicial Merger Regulation», *Southwestern Law Journal* (1983), págs. 823 y ss.; G. Carsten Campbell: «Corporation Law *Weinberger v. UOP, Inc.*: Delaware Reevaluates State-Law Limitations on Take Out Mergers», *North Carolina Law Review* (1984), págs. 812 y

Comprobamos así que las experiencias jurídicas convergen.

### 3.3. Garantías de autenticidad de la mayoría de las acciones afectadas

Enlazando con la reflexión que acaba de hacerse, conviene asimismo encarecer la extrema importancia que tiene adoptar cautelas que aseguren la autenticidad o integridad de la mayoría de las acciones afectadas —en nuestro caso, la mayoría del capital en manos de los accionistas minoritarios. Junto al cálculo del precio, éste es quizá el capítulo decisivo de la operación. A nadie se le oculta, en efecto, lo fácil que resulta definir artificialmente el perímetro de las acciones objeto de amortización con el fin de asegurarse la mayoría correspondiente en la junta especial o en la votación separada. Un par de puntualizaciones puede ser útiles a este respecto.

La primera se refiere a la delimitación de las acciones que proyectan amortizarse mediante la reducción de capital. Ya hemos dicho que la razón principal que justifica la posibilidad de adoptar una medida tan grave como la exclusión de un determinado número de socios de la sociedad reside en su propia conveniencia o interés como grupo o categoría, que se manifiesta, aunque sea de manera imperfecta, a través del consentimiento mayoritario. El legislador considera, en efecto, que si la mayoría de un grupo da su *placet* a la salida es porque la medida resulta razonable para todos ellos. Ahora bien, justamente para que esta presuposición pueda tenerse en pié, es preciso que el grupo afectado no se delimite de una manera arbitraria, lo que significa que dentro de él han de estar *sólo* los accionistas que posean las características objetivas en cuya función se adopta la decisión y *todos* los accionistas que reúnan esas condiciones. Únicamente de este modo se asegura *la homogeneidad del grupo afectado*, eso que la doctrina más autorizada ha calificado como «situación uniforme de un grupo de accionistas»<sup>49</sup>. Dado que en nuestro caso la decisión se adoptará en función de *la plena centralización del capital en manos del socio*

*mayoritario*, el grupo ha de estar formado sólo por los accionistas minoritarios y, a la vez, por todos los accionistas minoritarios. Es absolutamente necesario evitar ciertas estrategias que a veces hemos visto en la práctica consistentes en incluir dentro de las acciones afectadas algunas que están en manos del accionista de control o de otros que caen bajo su círculo de influencia. De esta manera puede ciertamente asegurarse la mayoría de las acciones afectadas, pero al precio de desnaturalizarla y, por tanto, de poner en peligro toda la operación e incluso a quienes la promueven, que podrían verse acusados por el delito de abuso de mayoría tipificado por el artículo 291 CP o incluso por el de formación de mayorías ficticias contemplado en el artículo 292 CP. Asimismo es preciso huir de esas otras estrategias que también se observan de vez en cuando en nuestra vida societaria consistentes en excluir de las acciones afectadas a ciertas acciones que, sin embargo, reúnen las condiciones que se alegan como causa de la operación. La razón en este caso no está en la desnaturalización de la mayoría, sino en la desnaturalización de la verdadera razón de la transacción.

La segunda puntualización trae causa de la anterior y nos pone en guardia acerca de la necesidad de abstenerse de cualquier medida que pueda propiciar la creación de mayorías ficticias. La sociedad matriz y el órgano de administración de la sociedad filial han de evitar, en efecto, la realización de cualquier transacción —venta de acciones a terceros de confianza; conciertos con los accionistas minoritarios que impliquen trato preferente en caso de que apoyen la medida en la Junta general; adquisición de acciones de accionistas disconformes con prima respecto del que se ofrecerá como cuota de liquidación; etc— que pueda interferir en el proceso de decisión de los accionistas minoritarios. Nada de lo anterior significa, sin embargo, que los *insiders* que proponen la operación hayan de abstenerse de contactar de antemano con los accionistas minoritarios para explicarles las razones de su iniciativa y tratar de convencerles de las ventajas que puede reportar para todos los implicados su apro-

ss.; M. Philips: «Weinberger to Rabkin: Fine Tuning the Doctrine of Corporate Mergers», *Delaware Journal of Corporate Law* (1986), págs. 839 y ss.; J. T. McLean: «Minority Shareholders and Cashout Mergers: The Delaware Court Offers Plaintiffs Greater Protection and a Procedural Dilemma—Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2D (DEL.1983)», *Washington Law Review* (1983), págs. 119 y ss.; y J. A. Rosenthal: «Cash-Out Mergers in Delaware - Weinberger v. UOP: A Perspective from the Plaintiff's Bar», *Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series PLI Order No. B4-6717* (1985), págs. 353 y ss.

<sup>49</sup> Véase Girón Tena, *Derecho de sociedades anónimas*, cit., pág. 517.

bación. La solicitud de la delegación de voto para la votación separada es un tema delicado (artículo 107 LSA). No obstante, entendemos que si en la tarjeta se hace *disclosure* plena de la situación de conflicto de intereses en que se encuentran los solicitantes no deberían oponerse reparos a la solicitud<sup>50</sup>.

### 3.4. Una compensación adecuada para los socios excluidos

Seguramente, el aspecto más delicado del *squeeze-out* es el relativo a la determinación de la cuota de liquidación que ha de abonarse a los socios que salen de la sociedad. Al fin y al cabo, en el precio se condensa el modo de ser de toda la operación y la garantía de que se ha formado adecuadamente es la garantía de que se preserva la integridad de la sustancia del derecho objeto de «expropiación». Nuestra recomendación en este punto ha de ser igualmente la de extremar el celo. Para estructurar este aspecto de la transacción hay que tener en cuenta las siguientes indicaciones y cautelas.

La primera indicación se traduce en la necesidad de que el accionista o, en su caso, el órgano de administración que promueve el *squeeze-out* fije el importe de la suma a abonar a los minoritarios de conformidad al llamado criterio del «valor real» (RDGRN 22 de noviembre de 1992)<sup>51</sup>. Esto significa tener en cuenta *todos* los factores relevantes y aplicar ponderadamente *todos* los criterios de valoración aceptados por la comunidad financiera, lo que normalmente determinará dar primacía al criterio del descuento de los flujos de caja y restar protagonismo al llamado valor bursátil o valor de mercado. La fiabilidad de

este último criterio es escasa no sólo porque, *ex definitione*, los valores objeto de un *squeeze out* carecen de la necesaria liquidez (la amplia participación del accionista mayoritario hace que el *free float* tenga una significación residual), sino también debido a la asimetrías de información existente entre *insiders* y *outsiders* acerca del valor de la empresa. Ambas circunstancias hacen que el precio de bolsa infraestime el precio de la acción. Y más aún: que empujado por la dinámica de los «mercados de limones» llegue hasta el límite más bajo, equivalente a aquél en que se asume que el mayoritario tienen la peor información posible sobre el valor de la compañía<sup>52</sup>. El empleo de criterios financieros de descuento de flujos de caja justificará que la valoración de la participación de los minoristas incorpore una parte del valor de las sinergias que produce la operación<sup>53</sup>.

Conectamos así con la siguiente indicación. En nuestra opinión, resulta además recomendable incrementar la cantidad que resulte de aplicar los criterios de valoración empleados con una prima o sobreprecio que compense los costes más visibles que experimenta el minoritario y, señaladamente, el coste descontado del quebranto que la operación entraña para su planificación fiscal y el coste de reinversión o reagregación del capital. No se trata de hacer un cálculo exacto, sino una estimación abstracta. A tal efecto, pensamos que podría ser razonable un incremento lineal del precio objetivo en un determinado porcentaje, que bien podría ser el 10%, siguiendo el criterio indemnizatorio que ha adoptado la Comisión General de Codificación en el artículo 572 del *Código de Sociedades Mercantiles* actualmente en elaboración<sup>54</sup>.

<sup>50</sup> Un aspecto crucial de la convocatoria es la clara identificación en ella de las acciones que serán objeto de la amortización, pues sólo de esta manera sabrán los «accionistas interesados» que están llamados a formar colegio (sobre estos aspectos véase Massaguer: «Acerca de determinados aspectos», cit., pág. 2375 y Sánchez Rus: «Amortización forzosa», cit., págs. 221-222. La mejor manera de identificar las acciones afectadas por la reducción no es por su numeración —¿quién se fija en ella?— si no por la expresión de su titular. En los *squeeze-outs* lo procedente es indicar que se amortizarán las acciones de todos los socios minoritarios o socios distintos del accionista de control.

<sup>51</sup> Ponen especial énfasis en este punto Massaguer: «Acerca de determinados aspectos», cit., págs. 2379-2380 y Fernández del Pozo, *Amortización de acciones*, cit., pág. 128.

<sup>52</sup> Para el desarrollo de este aspecto, véase L.A. Bebchuck y M. Kahan: *The 'Lemons Effect' in Corporate Freeze-Outs*, New York University, Center for Law and Business, working paper CLB-99-008, junio de 1999 (disponible en [http://papers.ssrn.com.paper.taf:abstract\\_id=](http://papers.ssrn.com.paper.taf:abstract_id=)). Por esta razón, seguramente no es muy apropiado dejarse llevar por los criterios de determinación del precio de las OPAs de exclusión contemplados en el art. 7 RD 1991/91, de OPAs (que son meramente «orientativos»).

<sup>53</sup> Para un estudio más particularizado de estas cuestiones, véase J. M. Colemann: «The Appraisal Remedy in Corporate Freeze-Outs: Questions of Valuation and Exclusivity», *Southwestern Law Journal* (1984), págs. 776 y ss.

<sup>54</sup> El texto de dicho precepto se ha reproducido en el epígrafe 3.2 anterior.

La tercera cautela versa sobre la necesidad de verificación por parte de un experto independiente de la justeza o corrección de la valoración hecha por quienes promueven el *squeeze-out*, sobre la que la Ley guarda un clamoroso silencio en el artículo 164.3 (o incluso en el 266 LSA)<sup>55</sup>. Para evitar el riesgo de que alguien objete una actuación parcial o interesada de quienes patrocinan la operación y para suministrar información adicional a los accionistas minoritarios llamados a pronunciarse sobre ella, resulta altamente conveniente, en efecto, que dicho valor sea verificado por el auditor externo de la compañía (es más, seguramente la intervención del auditor es jurídicamente exigible por aplicación analógica de los artículos 64.1.II, 68.3, 147.2, 159.1.b) LSA etc.)<sup>56</sup>. En el caso de que el *squeeze-out* se instrumentara vía disolución con cesión global del activo y el pasivo a favor del mayoritario, probablemente sería más correcto exigir una valoración de ese patrimonio por un experto independiente designado por el Registro Mercantil, por analogía esta vez a lo previsto en la fusión (véase artículo 236 LSA). También podría pensarse, como garantía adicional, en la solicitud de una *fairness opinion* de un banco de negocios sobre la valoración hecha por los proponentes de la medida. No hace falta decir, sin embargo, que esta medida «a mayores» es perfectamente prescindible.

La última cautela que sugerimos adoptar se refiere a la naturaleza de la contraprestación. En alguna ocasión en la práctica se ha recurrido a emitir, como contrapartida de las acciones amortizadas y al amparo de lo previsto en el artículo 48.3 LSA, *bonos de disfrute*<sup>57</sup>. El objetivo de la medida es preservar la

tesorería de la sociedad y, al propio tiempo, permitir que el accionista cuyas acciones se amortizan pueda continuar implicado en la vida de la compañía, aun cuando, naturalmente, su inversión quede privada o desprovista de derechos políticos. En todo caso, si lo que se desea es arbitrar un cauce para que los socios salientes puedan seguir manteniendo sus vínculos con el grupo, parece preferible optar por otra alternativa, que consiste en ofrecer a los accionistas minoritarios la posibilidad de obtener su cuota de liquidación *in natura* y, específicamente, en acciones cotizadas del socio mayoritario (normalmente, la sociedad matriz de un grupo). Técnicamente, se trataría de una obligación alternativa, en la que el derecho de elección se atribuye al acreedor (artículo 1132 I CC). De este modo, se satisfarían las expectativas de quienes que, por razones emocionales, de preferencias al riesgo, financieras o cualesquiera otras, desearan mantener sus inversiones en el grupo originario.

### 3.5. Transparencia e información en el proceso

La importancia que reviste el *squeeze-out* en la vida de la compañía aconseja finalmente esmerar las garantías de transparencia, comenzando por hacer *full disclosure* acerca del origen de la iniciativa<sup>58</sup>. En este sentido, parece oportuno dejar constancia o reflejo formal en el procedimiento de reducción del capital del hecho de que es el socio mayoritario quien promueve la amortización forzosa de las acciones de los minoritarios. La mejor manera de hacerlo es cursando por su parte una solicitud al Consejo de Administración de la sociedad filial para que convoque la Junta general con indicación de los

<sup>55</sup> «Sorprende —se ha escrito con razón— [...] que la Ley no haya exigido informe de expertos para la reducción de capital con devolución no dineraria, pues el mismo peligro de desequilibrio entre capital y patrimonio existe en una aportación supervalorada que en una devolución infravalorada; por eso, si la reducción y devolución es propuesta por los administradores, es aconsejable que éstos, en salvaguardia de su propia responsabilidad, sometan voluntariamente la operación al informe de expertos independientes» (Avila Navarro: *Sociedad anónima*, vol. II, cit., pág. 916).

<sup>56</sup> Considera tajantemente que no existe «laguna de regulación» y, por tanto, que no procede la analogía Fernández del Pozo (*Amortización de acciones*, cit., pág. 130), quien no obstante, estima que en casos de sociedades cotizadas la CNMV puede supeditar la operación que se realice con un precio que apruebe con arreglo a los criterios orientativos previstos para la OPA de exclusión en el art. 7 RD 1974/1991, de OPAS (pág. 129).

<sup>57</sup> Ofrecen alguna indicación al respecto García Luengo y Soto Vázquez: *Nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, cit., pág. 734.

<sup>58</sup> Nuevamente, hemos de remitir a la literatura norteamericana para un estudio más analítico de las cuestiones procedimentales relativas a la *full disclosure*: véase además de los trabajos mencionados en la nota 48, con carácter más específico, L. Herzel y D. E. Colling: «Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP», *Business Lawyer* (1984), págs. 1.525 y ss.

puntos a incluir en el Orden del Día (artículo 100.2 LSA). La consecuencia de ello es que el Informe justificativo de la reducción de capital deberá ser suscrito por el accionista proponente (artículo 144.1.a) LSA) y no por el Consejo de Administración, que de este modo no necesitará implicarse del todo en la operación y dará una imagen de mayor neutralidad. Esto no excluye sin embargo que pueda —e incluso deba— jugar un papel activo en el proceso. A nuestro modo de ver, sería interesante que la propuesta del accionista mayoritario fuera evaluada formalmente por el Consejo y que éste emitiera un Informe especificando las razones por las que se muestra favorable a la transacción. Sería deseable igualmente que este Informe se pusiera, junto con el del accionista proponente, a disposición de los accionistas a partir de la fecha de convocatoria de la Junta general.

No hace falta reiterar tampoco la conveniencia de que se haga llegar a los accionistas minoritarios la mayor información posible, aunque no sea estrictamente necesaria desde el punto de vista legal. En

este sentido, resulta aconsejable que junto a la documentación exigida por el artículo 144 LSA, se ponga a su disposición, con la convocatoria de la Junta, los informes de los proponentes justificativos de la operación y los informes de valoración externa sobre el precio de reembolso de las acciones a que se ha hecho referencia anteriormente.

Es también conveniente, en fin, que los promotores de la operación adopten todas las medidas que razonablemente estén en sus manos para lograr la mayor participación posible de los accionistas minoritarios en la Junta general llamada a pronunciarse sobre la reducción de capital mediante el incremento de la publicidad de la convocatoria respecto de los mínimos legales (anuncios de prensa suplementarios, *mailing* personalizado, etc.) e incluso el ofrecimiento de una prima de asistencia para los que concurran a la reunión o deleguen su voto. Se trata de apartar el riesgo de que alguien objete o repare que los *insiders* han explotado la apatía racional y los problemas de acción colectiva de los minoritarios para cumplir la requisitoria legal.

