

## El “squeeze-out” en derecho español: una experiencia reciente Christian Hoedl - Uría & Menéndez

### Introducción. El “squeeze-out” en la Directiva de opas

El pasado 30 de abril se ha publicado la Directiva 2004/25/EC, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. Esta directiva, producto de quince años de complejas negociaciones en el seno de la Unión Europea, impone a los Estados miembros, entre otros aspectos, la obligación de reconocer en su derecho nacional, antes del 20 de mayo de 2006, tanto la llamada venta o retirada forzosa (“squeeze-out” en su versión inglesa) como la compra forzosa (“sell-out”).

El derecho de venta forzosa permite al oferente que posea o haya adquirido (o se haya comprometido en firme a adquirir) al menos el 90% del capital y de los derechos de voto de la sociedad afectada, exigir a los restantes accionistas (titulares de valores) que le vendan las restantes acciones de la sociedad. Los Estados miembros podrán fijar un umbral superior al 90% sin exceder el 95%. El derecho de “squeeze-out” deberá ejercitarse en los tres meses siguientes a la finalización del plazo de aceptación de la oferta, a un precio justo que deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta o satisfacerse en efectivo (los Estados miembros podrán exigir que en todo caso se ofrezca la alternativa de pago en dinero).

En justa reciprocidad, la Directiva impone a los Estados miembros establecer el derecho de los minoritarios de exigir al oferente la compra de sus valores (“sell-out”) en las mismas condiciones que las contempladas para el “squeeze-out”.

### Alternativas al “squeeze-out” en Derecho español

La transposición en España de la Directiva vendrá a paliar una grave carencia de nuestro Derecho y a homologarlo con las legislaciones de la mayoría de países de nuestro entorno.

En efecto, hasta la fecha, el Derecho español no permite a quien ha formulado una oferta pública y ha alcanzado un elevado porcentaje de aceptaciones, adquirir por compra el 100% de los valores de la sociedad afectada. Sin duda esta carencia constituye uno de los motivos que han retraído a muchos inversores de capital riesgo (e industriales) a la hora de formular oferta públicas sobre sociedades cotizadas en España.

No obstante, el Derecho español vigente sí contempla alternativas a la venta forzosa. La principal, que recientemente ha permitido a Advent International culminar su oferta sobre Parques Reunidos (el primer “public to private” en España) y adquirir el 100% del

capital de la sociedad, reside en la reducción del capital social de la sociedad objetivo mediante amortización (sólo) de las acciones de los accionistas externos o minoritarios. Posibilidad expresamente consagrada en el artículo 164.3 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas (“LSA”) al establecer que *“cuando la reducción de capital implique amortización de acciones mediante reembolso a los accionistas y la medida no afecte por igual a todas las acciones, será preciso el acuerdo de la mayoría de los accionistas interesados...”*

En definitiva, se trata de que, con una doble mayoría (de todos los accionistas y de los minoritarios afectados), la sociedad acuerde una reducción de su capital social con amortización de todas las acciones que no son propiedad del accionista mayoritario, mediante el reembolso a los minoritarios del valor de su participación.

### Requisitos de la reducción de capital con amortización de acciones de los socios externos

La reducción de capital en cuestión debe cumplir tres requisitos: principio de doble mayoría, compensación adecuada y justificación desde la óptica del interés social.

#### a) Principio de doble mayoría

La reducción de capital debe ser aprobada con el voto favorable tanto de la mayoría de las acciones presentes o representadas en la junta general (requisito que no plantea problema cuando el oferente ostenta una participación ampliamente mayoritaria en la sociedad) como por la mayoría de las acciones (presentes o representadas) propiedad de los accionistas minoritarios afectados, expresada en una junta especial o en votación separada (artículo 144 LSA). Obviamente, la mayoría de los minoritarios afectados debe cumplir el requisito de autenticidad: incluir a todas las acciones afectadas y sólo a las acciones afectadas, huyendo de mayorías ficticias y eliminando barreras a la participación de los minoritarios en la votación.

#### b) Compensación adecuada

Los accionistas excluidos deben recibir una compensación adecuada por la amortización de sus acciones. La Directiva considera justo el precio satisfecho en una oferta obligatoria (oferta que, al preverse como opa a posteriori, contempla mecanismos de fijación de un precio equitativo) o en una oferta voluntaria que haya sido aceptada por, al menos, el 90% del capital con derecho de voto de la sociedad afectada. No obstante, resulta recomendable obtener un informe de un experto independiente que

**El "squeeze-out" en derecho español: una experiencia reciente**  
**Christian Hoedl - Uría & Menéndez**

avale que el precio de la oferta equivale al valor razonable de las acciones amortizadas (más, en su caso, una prima).

**c) Interés social**

Por último, la reducción de capital debe justificarse desde la óptica del interés social (entendido como interés de todos los accionistas). En la mayoría de los casos, el interés social se justificará por la racionalidad económica de la medida (ventajas organizativas y financieras, ventajas resultantes de la plena integración de la sociedad afectada en el grupo del oferente, ahorro de costes al eliminar convocatorias de junta, duplicidad de órganos de administración, etc.). Así lo vienen a reconocer la mayoría de legislaciones europeas que ya regulan el "squeeze-out", la Directiva y el anteproyecto de Código de Sociedades Mercantiles.

A estas tres salvaguardas viene a sumarse una cuarta: el proceso de reducción debe seguirse con absoluta transparencia y respeto de los derechos de información de los minoritarios.

**Conclusiones**

La Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición recientemente aprobada viene a reconocer la lógica y legalidad del "squeeze-out": el oferente que, como consecuencia de una oferta pública, ostenta una participación ampliamente mayoritaria (del 90% o 95%) en la sociedad objetivo

puede legítimamente desear alcanzar el 100% del capital que le permita la plena integración de la sociedad objetivo en su grupo y su gestión como sociedad unipersonal en exclusivo interés del oferente.

Para dar respuesta a estas legítimas expectativas del mayoritario, el Derecho debe articular los mecanismos que permitan superar los altos costes de transacción que conllevaría la compra de acciones a todos y cada uno de los minoritarios, y la situación de auténtico monopolio que ostentan los minoritarios, que podrían verse tentados a extorsionar al mayoritario. Más siendo así que la exigua participación de los socios externos y los escasos derechos (de participación en la gestión, de información, etc.) que ostentan normalmente no justifica su permanencia en la sociedad tras el cambio de control.

Hasta tanto se trasponga la Directiva en España, los inversores de capital riesgo vienen obligados a utilizar las alternativas que reconoce nuestro Derecho (que no por menos eficientes, resultan más discutibles desde el punto de vista de su legalidad) y, en particular, la reducción del capital de la sociedad afectada con amortización de acciones de los minoritarios mediante reembolso del justo valor de su participación. Esta alternativa fue recientemente utilizada con éxito para permitir a Advent International alcanzar el 100% del capital de Parques Reunidos.

Uría & Menéndez  
 Christian Hoedl

**SUSCRIPCIÓN**

***Capital & Corporate***

Calle Claudio Coello, 76 - 3º C  
 28001 Madrid  
 Tel. : 91 781 30 91  
 Fax : 91 577 06 84  
 info@capitalcorporate.com  
 www.capitalcorporate.com

Sí, deseo suscribirme a ***Capital & Corporate*** durante un año (11 números + Anuario CapCorp 2004 de regalo)

Nombre y apellidos :

Cargo :

Empresa :

CIF :

Calle/Plaza/Avenida :

Número :

Piso :

Puerta :

Población :

Provincia :

Código Postal :

Tel. :

Fax :

E-mail :

Fecha y firma :

Adjunto cheque a nombre de Capital & Corporate S.L.  
 España: 260 euros - Europa: 295 euros