



José Enrique Frías^(*) y Eliana Torrado^(**)

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú: Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware^(*)(****)**

“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

Resumen: El siguiente artículo versa sobre los acuerdos societarios de fusión en virtud del cual los accionistas controladores de una sociedad fuerzan legalmente al grupo minoritario a venderles sus acciones a cambio de una compensación. De tal manera, se busca describir, analizar y comprender las características, condiciones, requisitos y motivos de las FOM, con el propósito de evaluar la posibilidad de introducir este tipo de fusión en el Perú, teniendo en cuenta nuestro contexto legal.

Palabras clave: Acuerdo Societario - Fusión - Acciones - Bolsa de valores - Accionistas

Abstract: The following article deals with the corporate merger agreements where the controlling shareholders of a company legally force the minority group to sell their shares in exchange for compensation. Thus, it seeks to describe, analyze and understand the characteristics, conditions, requirements and motives of FOMs, in order to assess the possibility of introducing such a fusion in Peru, considering our legal context.

Keywords: Corporate Agreement - Merger - Shares - Stock Exchange - Shareholder

(*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú, LL.M. Columbia Law School, asociado internacional de Simpson Thacher & Bartlett LLP, New York.

(**) Abogada por la Universidad de los Andes – Colombia, LL.M. Columbia Law School, asistente de investigación en Ira M. Millstein Center, Columbia Law School.

(***) Agradecemos la valiosa supervisión del Profesor Robert J. Jackson, Jr. y la asesoría del Dr. Tomas Holguín Mora en este proyecto.

(****) Nota del Editor: El presente artículo fue recibido 1 de febrero de 2016 y aprobada su publicación el 9 de febrero del mismo año.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

“Freeze-out merger” (“FOM”) es un acuerdo societario de fusión en virtud del cual los accionistas controladores de una sociedad fuerzan legalmente al grupo minoritario a venderles sus acciones a cambio de una compensación dineraria o de cualquier otro tipo distinto a la entrega de acciones de la sociedad sobreviviente. Este tipo de fusión ha sido ampliamente aplicado en Delaware, Estados Unidos de América (“EEUU”), y, hoy en día, también está siendo implementado en otras jurisdicciones. No obstante, en la actualidad, las FOMs no están permitidas por la legislación peruana.

El propósito del presente artículo es describir, analizar y comprender las características, condiciones, requisitos y motivos de las FOM, conforme éstas han sido aplicadas en las sociedades constituidas en Delaware. Asimismo, este artículo busca evaluar la posibilidad de introducir este tipo de fusión en el Perú, teniendo en cuenta para dichos efectos el contexto legal, judicial y económico correspondiente. Con ello, en las siguientes líneas se examinará si esta “importación legal” generaría externalidades positivas y, de ser el caso, cuál sería la mejor manera de implementarla.

Este artículo seguirá la siguiente estructura: (i) Capítulo 1 - análisis de los mercados de Delaware/EEUU y Perú, los tipos de estructura más comunes en dichas jurisdicciones, y sus sistemas judiciales; (ii) Capítulo 2 – descripción de la figura de FOM y compensación en dinero bajo la ley de Delaware, haciendo énfasis en sus orígenes (análisis de precedentes), análisis económico de sus razones, formas de implementación, y condiciones; (iii) Capítulo 3 – descripción de la figura de fusión en el Perú, características legales y económicas de los derechos de las minorías en el Perú, y verificación de la legalidad de implementar FOM en este país; (iv) Capítulo 4 – preguntas y respuestas sobre los requisitos formales que serían necesarios a efectos de ejecutar una FOM en el Perú y la conveniencia (o no) de autorizarla, teniendo en cuenta lo descrito en los capítulos anteriores; (v) Capítulo 5 – conclusiones y resumen.

1. Delaware y Perú: Sus Mercados, Estructura Accionaria y Sistemas Judiciales

1.1 Vistazo General

Los mercados de EEUU y Latinoamérica no solo difieren en tamaño y nivel de desarrollo, sino también en cuanto a la estructura accionaria de las sociedades listadas. Mientras que la mayoría de compañías públicas (entendido este concepto como compañías que listan acciones en el mercado público de valores) de EEUU tienen un accionariado difundido, casi la totalidad de las compañías públicas peruanas tienen un accionariado mayormente concentrado⁽¹⁾, lo cual tiene un impacto directo en las leyes y reglamentos que regulan el comportamiento de los participantes del mercado de capitales.

Siendo que es extraño encontrar en EEUU a una compañía con un bloque controlador representativo, las leyes aplicables tienen como objetivo regular posibles disputas entre accionistas y administradores, o balancear los derechos de estos con los poderes de aquellos. Contrariamente, dada la coyuntura existente, las legislaciones latinoamericanas tienden a proteger a los accionistas minoritarios de posibles abusos de los mayoritarios y, consecuentemente, de los administradores de la sociedad.

Dado que el riesgo de apropiación ilegítima de activos societarios por parte de accionistas controladores es mayor en Perú que en EEUU, las normas que apuntan a incrementar los derechos de la mayoría (como las FOM) deben

(1) Jacelly Céspedes, Maximiliano González y Carlos Molina, *Ownership Concentration and the Determinants of Capital Structure in Latin America*, (2008) reportaron una propiedad promedio bajo el índice Herfindahl de 0.33 en Latinoamérica, de 0.41 para las compañías peruanas y de 0.24 para las colombianas. Estos también citaron a Chong y López de Silanes (2007) quienes reportaron un nivel de concentración de 63% en Colombia.



José Enrique Frias y Eliana Torrado

ser evaluadas con cuidado antes de decidir su importación. Consecuentemente, en el presente documento analizaremos los riesgos inherentes a las FOM teniendo en cuenta las características particulares de los mercados y estructuras accionarias tanto del país importador de la figura legal (EEUU) como del potencial país receptor (Perú).

1.2. Mercados y Estructura Accionaria

1.2.1 Perú

Perú es un país en vías de desarrollo que actualmente se encuentra en período de crecimiento, con permanencia de gobiernos estables, elegidos democráticamente. De acuerdo a la evaluación realizada por *Bloomberg* en el 2014⁽²⁾, Perú ocupa la séptima posición en la lista de mejores países emergentes donde invertir. A diferencia de la estructura estadounidense, el Perú tiene mercados altamente concentrados y un mercado de capitales en proceso de evolución. En este contexto, a pesar de su permanente crecimiento, la Bolsa de Valores de Lima tiene una actividad sustancialmente menor a la de la Bolsa de Valores de Nueva York. Esto, entre otras razones, debido a que el Perú sigue en proceso de desarrollar una clase media sólida que sea capaz de participar activamente en el mercado de capitales.

Sin perjuicio de lo antes mencionado, el Perú está realizando esfuerzos importantes en aras de acrecentar y solidificar este mercado. Por ejemplo, en el año 2009, la Bolsa de Valores de Lima, en conjunto con la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Comercio de Santiago integraron las plataformas de intercambio de sus mercados accionarios, permitiendo a inversionistas de dichos países invertir en cualquier compañía listada en estas tres bolsas. En este contexto, dichas instituciones suscribieron un acuerdo de cooperación mediante el que se creó el MILA (*Mercado Integrado Latinoamericano*), al cual la Bolsa Mexicana de Valores se unió en el 2014. El propósito del MILA es crear un agente regional e integrar las bolsas de valores de estos cuatro países mientras se trabaja en la posterior integración de otros participantes latinoamericanos.

No obstante los esfuerzos regionales por promover la actividad en sus mercados de capitales, la realidad es que hoy en día la estructura accionaria de las sociedades latinoamericanas continúa siendo marcadamente concentrada. De acuerdo a Mierta Capaul, representante del Banco Mundial, quien basa su afirmación en el *jornal de investigación política de 1998*⁽³⁾:

“[E]l sector listado en Latinoamérica consiste, básicamente, en empresas familiares, empresas administradas por familias, o (de manera parcial) compañías privatizadas. De acuerdo a un estudio internacional que mide la propiedad de los tres mayores accionistas en las principales diez empresas privadas en las financieras, México y Colombia ocupan el segundo y el tercer lugar en concentración de todos los países encuestados (luego de Grecia). Brasil ocupa el décimo lugar y Perú el décimo segundo de cuarenta y nueve⁽⁴⁾”.

De acuerdo a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), “una simple medida de la concentración accionaria (en Latinoamérica) puede ser obtenida al ver el porcentaje de acciones que tienen los principales accionistas de un grupo de compañías”⁽⁵⁾. La siguiente tabla (traducida libremente), obtenida del “*White Paper on Corporate Governance in Latin America*” de la OCDE, evidencia que en el Perú, del universo de compañías bajo análisis, los tres principales accionistas promedio de una sociedad son titulares del 78% de las acciones y los cinco principales accionistas promedio de una sociedad son titulares del 82%.

(2) Michel Bloomberg, *Best Emerging Markets 2014: Countries*, <http://www.bloomberg.com/visual-data/best-and-worst//best-emerging-markets-2014-countries939227> (Consultada el 19 de Abril del 2015).

(3) Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around the World*, 54 *J. Finance* 471 (1999), Table 2.

(4) Traducción por Mierta Capaul, *Corporate Governance in Latin America* <http://web.worldbank.org/archive/website00894A/WEB/PDF/CORPOR-2.PDF> (Consultada el 19 de Abril del 2015).

(5) Traducción libre por OECD, *White Paper on Corporate Governance in Latin America* 47, (2003), <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/18976210.pdf>

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

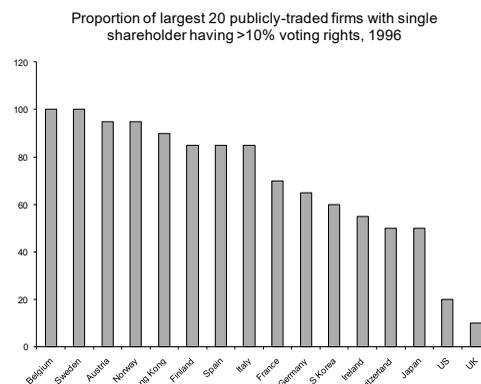
Concentración Accionaria				
Pais	Muestra	Principal Accionista	3 Principios Accionistas	5 Principios Accionistas
	(2002)	(2002)	(2002)	(2002)
Argentina**	15	61%	82%	90%
Brasil*	459	51%	65%	67%
Chile*	260	55%	74%	80%
Colombia*	74	44%	65%	73%
México**	27	52%	73%	81%
Perú*	175	57%	78%	82%
Average	168.3	53%	73%	79%

1.2.2. EEUU / Delaware

Fuera de ciertas crisis aisladas, EEUU ha demostrado ser una economía estable y sólida. Siendo hogar de la bolsa de valores más activa del mundo (la *New York Stock Exchange*), el mercado de capitales estadounidense se encuentra en permanente movimiento, acogiendo no solo a empresas locales, sino también a sociedades extranjeras. De todos los estados de EEUU, Delaware es el favorito para la constitución de sociedades, siendo domicilio de más del 50% de las empresas públicas en este país y, por lo tanto, sus normas y las resoluciones de sus cortes son las más relevantes para el mundo corporativo norteamericano. La razón principal que motiva esta situación es la flexibilidad y claridad de la Ley General de Sociedades de Delaware (“DGCL” por su acrónimo en inglés), así como la experiencia y conocimientos legales y económicos de los jueces que integran sus cortes.

Tal como ha sido señalado, las compañías públicas de EEUU se caracterizan por tener una estructura accionaria principalmente difundida. Es más, “la doctrina comúnmente se refiere al accionariado difundido como el “Modelo Anglosajón” de gobierno corporativo, ya que solo en dos países “anglosajones” – EEUU y el Reino Unido - la estructura accionaria es cercana a dicho modelo⁽⁶⁾. Por lo tanto, en la mayoría de casos, las compañías muestran una marcada diferencia entre los propietarios y los administradores de la sociedad, ya que no existen grandes bloques accionarios en manos de un grupo reducido de accionistas.

La Porta, Lopes de Silanes, y Shleifer ejemplifican esta situación al evaluar la proporción de las 20 compañías públicas más importantes de ciertos países que en 1996 contaban con un accionista titular de más del 10% de las acciones con derecho a voto⁽⁷⁾. Su estudio mostró que EEUU es el segundo país con menor concentración accionaria en el mundo, siendo solo superado por el Reino Unido. Asimismo, esta investigación evidenció que solo el 20% de las empresas públicas en EEUU tiene a un accionista titular de más del 10% de las acciones, lo que comparado con Japón (45%), Alemania (62%), Hong Kong (90%) y Bélgica (100%), es un porcentaje reducido.



1.3 Sistemas Judiciales

1.3.1 Revisión General

No obstante la mayoría de estados de EEUU cuenta con una porción considerable de leyes recogidas en “códigos”, el Derecho de este país se basa principalmente en el “*Common Law*”, donde la ley se crea de manera activa a través de resoluciones judiciales derivadas del análisis de casos particulares. Por el contrario,

(6) Traducción por John Coffee, *Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1532922 (Consultada el 18 de Abril del 2015).
 (7) Rafael La Porta , *supra*, en Tabla 2.



José Enrique Frias y Eliana Torrado

el sistema jurídico peruano viene del sistema Romano-Germánico, donde las reglas son originadas en disposiciones acordadas por el Poder Legislativo, o por resoluciones de ciertos organismos del Poder Ejecutivo autorizados para dicho propósito. De esta manera, en el Perú, las resoluciones judiciales fungen de herramienta de interpretación legal, no teniendo generalmente un carácter vinculante frente a terceros y estando casi al mismo nivel de preponderancia que la doctrina.

Esta diferencia en la jerarquía de las resoluciones judiciales como fuente del Derecho puede tener un fuerte impacto en el análisis de conveniencia de implementación de instituciones jurídicas originarias del “*Common Law*” en el Perú.

“Incluso con la presencia de múltiples códigos societarios, es un hecho que en EEUU las protecciones básicas para inversionistas y accionistas minoritarios emergen, generalmente, de normas emitidas por jueces (...). El resultado es que, en contraste con el método tradicional seguido en el mundo Romano-Germánico, las herramientas legales más importantes para la protección de inversionistas en EEUU no están construidas en las leyes codificadas, sino que existen en un cuerpo legal independiente”⁽⁸⁾.

Por lo tanto, a efectos de entender si el sistema judicial peruano es lo suficientemente fuerte para recoger este tipo de herramientas legales, consideramos necesario analizar las diferencias entre éste y el sistema judicial norteamericano. Con ello, estaremos en capacidad de evaluar si el Perú está preparado para incorporar a las FOM en su sistema o, de ser el caso, si es necesario considerar otras alternativas que garanticen su correcta ejecución.

1.3.2 Perú

En el Perú, las compañías públicas están supervisadas por la *Superintendencia del Mercado de Valores* (“SMV”)⁽⁹⁾.

Esta superintendencia forma parte del Poder Ejecutivo y su función es proteger los derechos de los inversionistas, la eficiencia y transparencia del mercado de capitales, la correcta formación de precios de los valores y la difusión de la información considerada como relevante para el mercado. La SMV emite resoluciones que regulan las ofertas públicas iniciales, ofertas públicas de adquisición, emisiones de acciones y bonos, entre otros, y establece los lineamientos generales que apuntan a controlar el comportamiento de las empresas listadas, sus accionistas, directores y funcionarios más relevantes. No obstante, a pesar de que la SMV tiene la capacidad de imponer multas y sancionar a los emisores y sus representantes, cualquier reclamo vinculado a la violación de los derechos de accionistas debe ser procesado en el Poder Judicial (o en vía arbitral, de ser el caso).

El Poder Judicial peruano es el más desacreditado entre las entidades públicas del país. De acuerdo a una encuesta hecha por el propio Poder Judicial a finales del 2013⁽¹⁰⁾, su aprobación es del 12% y su desaprobación asciende al 82%. En nuestra opinión, las causas que motivan esta situación se pueden resumir en cuatro puntos básicos: (i) falta de conocimiento técnico acerca de ciertos asuntos legales (como por ejemplo, de asuntos corporativos); (ii) falta de celeridad en la emisión de resoluciones; (iii) ausencia de un análisis económico de los hechos; y (iv) corrupción.

Según el *Global Competitiveness Report* del 2014⁽¹¹⁾, la corrupción en el Perú es uno de los principales problemas para hacer negocios en

(8) Traducción por Francisco Reyes, *Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis*, (Miami: 39 University of Miami Inter-American Law Review, 2008), 229.

(9) Superintendencia del Mercado de Valores, <http://www.smv.gob.pe/> (Consultada el 19 del 2015).

(10) Poder Judicial del Perú, *Estudio De Satisfacción de Usuarios del Poder Judicial del Perú* http://www.pj.gob.pe/wps/wcm/connect/1e6ab98042f7afb0a73be7f6aa5adbd7/CS_D_ESTSATUSPJ_17022014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=1e6ab98042f7afb0a73be7f6aa5adbd7 (Consutada el 20 de Abril del 2015).

(11) World Economic Forum, *supra*, p. 38.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

el país. Asimismo, el Perú ocupa el puesto 126 de 148 países en cuanto a “independencia judicial” se refiere. Más aún, de acuerdo al *Global Corruption Barometer* del 2013⁽¹²⁾, 85% de los encuestados considera que el sistema judicial peruano es extremadamente corrupto, y 32% de estos reportaron haber pagado alguna vez una “coima” a un juez o funcionario judicial. Siendo así, no llama la atención que este poder sea el considerado como el más corrupto del Perú.

Finalmente, *The Rule of Law Index 2014 Report* ubica al Perú en las siguientes posiciones en los rubros que se detallan a continuación:

- (i) 38 de 99, con relación a la efectividad de controles institucionales a nivel gubernamental⁽¹³⁾;
- (ii) 79 de 99, en cuanto a corrupción en poderes estatales;
- (iii) 61 de 99, con relación al rubro que evalúa la presencia o ausencia de una influencia inapropiada de intereses públicos y/o privados en el desarrollo de ciertos procedimientos⁽¹⁴⁾; y,
- (iv) 83 de 99, en cuando a justicia civil, que incluye casos corporativos.

1.3.3 EEUU / Delaware

Tal como ha sido previamente mencionado, la mayoría de compañías públicas de EEUU son constituidas en Delaware, y por lo tanto ocupa el primer lugar para la constitución de sociedades con una diferencia de aproximadamente el 45% con el segundo puesto (Maryland). “Muchos abogados de renombre consideran que la razón principal para recomendar a sus clientes que constituyan sus sociedades en Delaware son las cortes de este Estado y la jurisprudencia vinculante desarrollada por las mismas. Estos destacan de manera particular la reputación e importancia de la *Court of Chancery*”⁽¹⁵⁾.

Las cortes de Delaware son ampliamente respetadas e históricamente han demostrado ser capaces de abordar temas corporativos no solo desde una perspectiva legal adecuada, sino también desde una correcta óptica económica y práctica. Entre otros beneficios, estas cortes han generado un círculo virtuoso en la medida que su fama ha llamado la atención de varios de los mejores abogados de EEUU, quienes incrementan sus habilidades y fama al desempeñar funciones en dichos juzgados. Siendo así, la mayoría de jueces de Delaware son profesionales educados, informados, exitosos y respetados a nivel nacional e internacional.

Más aun, las cortes de Delaware han demostrado ser capaces de resolver sus casos en un plazo razonable, satisfaciendo las expectativas de las partes involucradas. “No es poco común que la Corte Suprema anuncie sus decisiones al poco tiempo de haber escuchado los alegatos, con tan solo una explicación un poco más detallada. De esta manera, las cortes de Delaware ofrecen, a todo nivel, una larga y sofisticada experiencia en asuntos corporativos y una gran disposición para revisar los temas que se le asignan con la celeridad requerida”⁽¹⁶⁾.

2 “Freeze-out mergers” y compensación en dinero en Delaware

2.1 Definición y Orígenes

Entendemos por FOM a la transacción iniciada por un accionista controlador consistente en

(12) Transparency International, *Global Corruption Barometer of 2013* <http://www.transparency.org/research/gcb/overview> (Consultada el 20 de abril del 2015).

(13) Transparency International;14.

(14) Transparency International;24.

(15) Traducción por Luis Black, *Why Corporations Choose Delaware*, https://corp.delaware.gov/pdfs/whycorporations_english.pdf (Consultada el 19 de Abril del 2015) ,5.

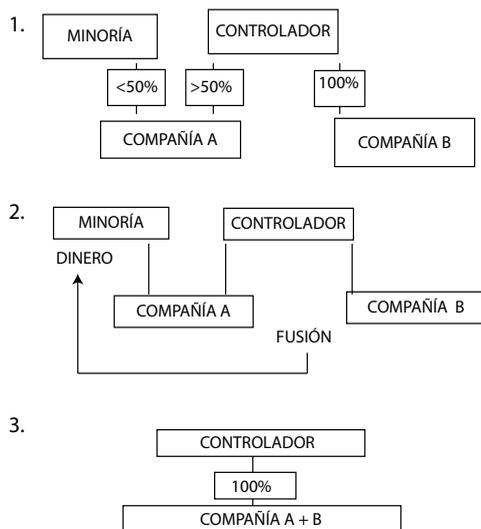
(16) Traducción libre por Luis Black, 7.



José Enrique Frias y Eliana Torrado

adquirir la totalidad de las acciones del resto de accionistas de la sociedad (minoritarios) a cambio de dinero (tema central del presente artículo), acciones de compañías distintas a la que sobrevive luego de la fusión, o papeles representativos de deuda. También conocida como “privatización por fusión”⁽¹⁷⁾ (en contraposición con la acepción de “empresa pública” como empresa que lista valores en el mercado), “fusión por absorción de matriz a subsidiaria”⁽¹⁸⁾, “compra total a la minoría”⁽¹⁹⁾, “invitación a salir”⁽²⁰⁾ o, en inglés, “squeeze out” o “cash-out”⁽²¹⁾, el propósito de este tipo una FOM es la exclusión de los accionistas minoritarios de la participación accionaria.

Generalmente, las FOM siguen los siguientes pasos:



Al igual que la Ley General de Sociedades peruana (la “LGS”), el artículo 251(b) de la DGCL originalmente requería que las acciones de los participantes de una fusión fueran convertidas en acciones de la sociedad sobreviviente o constituida en virtud

del acuerdo. Sin embargo, en Delaware una modificación realizada en 1967 extendió esta disposición, autorizando el uso de dinero o de valores de empresas distintas a la sobreviviente o la constituida en virtud de la fusión, y consecuentemente, se crearon las FOM.

Las cortes norteamericanas han encontrado justificación para este tipo especial de “expropiación” en la naturaleza de la relación existente entre los accionistas de una sociedad y en las reglas a las que los socios de una empresa se someten voluntariamente al decidir ser parte de la misma. Así por ejemplo, en *Rothschild Int’l Corp. v. Liggett Group* - caso visto por la Corte Suprema de Delaware en el que ciertos titulares de acciones preferentes de *Liggett* que tenían el derecho a recibir \$100.00 por acción en caso de liquidación, solo recibieron \$70.00 por acción tras una combinación de oferta de adquisición y FOM -, la Corte concluyó que: “(...) en los casos de fusiones permitidas por ley, los derechos preferentes de los accionistas son factibles de ser anulados. Se entiende que los accionistas tienen la carga de saber que existe esta posibilidad [de expropiación] al momento de adquirir sus acciones (citando *Federal United Corp. v. Havender*, 24 Del. Ch. 318. 332-34. 11A.2d 331, 338 (Del.1940))”.

No obstante, ésta no siempre ha sido una opinión unánime. En el pasado, las cortes de Delaware han divagado con respecto a los derechos que tienen (o deben tener) los accionistas sobre sus acciones y han tenido diferentes posiciones que han sido recogidas en la resolución del caso *Coleman v. Taub*:

(17) Going private merger.

(18) Parent-subsidary merger.

(19) Minority buy-out.

(20) Take out.

(21) Fernan Restrepo & Guhan Subramanian, *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure and Outcomes: Evidence of the Unified Approach* 3 (California :Stanford University: Rock Center For Corporate Governance, Working Paper Series 153,2013).

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

“Al margen del valor monetario que una corte puede atribuirle a una acción, los accionistas minoritarios tienen intereses adicionales sobre sus acciones (...). Por un lado, está la desacreditada noción de que los accionistas minoritarios tienen un derecho intrínseco a participar de las decisiones de la empresa. De otro lado, está la posición que señala que el derecho a aprobar la fusión de una empresa supone el derecho de causar el retiro de los minoritarios, otorgándoles a estos últimos como único beneficio el derecho a ser compensados con un justo precio. Una posición intermedia, permite que la mayoría le quite a la minoría el derecho de participar de las decisiones de la sociedad, pero sólo en los casos en los que esto sea beneficioso para los objetivos de la empresa; lo que podría compararse con el derecho de expropiación de los estados soberanos. (Ver *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d at 978 (citando a *Federal United Corp. v. Havender*, 24 Del.Ch. 318, 11 A.2d 331, 338 (1940))”⁽²²⁾.

Sin perjuicio de que algunas resoluciones, tales como la derivadas de *Singer v. Magnavox*, y *Voleman v. Taub*, apoyaron la posición intermedia que permite las FOM sólo cuando se demuestre que son beneficiosas para los intereses de la sociedad, años después, la Corte Suprema de Delaware derogó esa posición al resolver sobre *Weinberger v. UOP, Inc.*, en donde estableció que la razón de negocio de los FOM ya no era un requisito necesario para cumplir con el requerimiento de negociación legítima (*fair dealing test*)⁽²³⁾. Con *Weinberger*, “las cortes y legislaciones (...) abandonaron el concepto anglosajón del derecho de los minoritarios de participar en las decisiones de la empresa en calidad de dueños (*vested right*) y lo reemplazaron por el hecho de entender el vínculo de un accionista con la empresa como tan solo de índole económico”⁽²⁴⁾ y, consecuentemente, se concentraron en el análisis de legitimidad.

2.2 Análisis económico de las FOM

Desde el punto de vista económico, las FOM puede ser consideradas eficientes o ineficientes, dependiendo de la

perspectiva desde la cual se analice. Por un lado, al concentrar la mayor parte de la propiedad de una empresa en manos de un individuo y al deslistar la sociedad del mercado de valores, la compañía ahorra en gastos de reporte, procedimientos, y otras formalidades que deben seguirse ante la *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), en EEUU, o la SMV, en Perú, por el hecho de ser una empresa pública. Estos procesos son largos y costosos, no solo por los gastos directos que generan, sino también por los costos de transacción que conllevan⁽²⁵⁾. De igual forma, estos causan que la administración de la empresa haga una pausa en sus funciones cotidianas y, en vez de invertir su tiempo en el desarrollo del negocio, lo gasten en asuntos administrativos.

Asimismo, las compañías con accionariado difundido están permanentemente expuestas a ser denunciadas por los accionistas minoritarios. La completa separación entre propiedad y administración genera, entre otros asuntos, malentendidos y conflictos entre los que controlan la empresa y los que, viéndose afectados por sus acciones, no pueden hacer mucho para evitarlo. Por lo tanto, motivados por causas justificables o por simple impotencia, no es extraño que existan disputas entre los accionistas dispersos y la sociedad en la que invierten. Evidentemente, esto genera gastos tales como honorarios de abogados, costos y costas de procesos, costos de conciliación (de ser el caso), entre otros desembolsos que pueden ser evitados si se cuenta con un accionista que posea casi la totalidad de la sociedad.

(22) *Coleman v. Taub*, 638 F.2d 628, 634-35 (3d Cir. 1981).

(23) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2a ed. 701 (1983).

(24) *Crago, supra*, at 4.

(25) De acuerdo a *Price Waterhouse and Coopers*, en EEUU los gastos de reporte y vinculados ascendieron a \$1.5 millones en el año 2012, (Ene. 11, 2015), disponible en: <https://www.pwc.com/us/en/transaction-services/publications/assets/pwc-cost-of-ipo.pdf>



José Enrique Frias y Eliana Torrado

Desde la perspectiva del accionista controlador, una FOM también puede ser eficiente debido al hecho de que, posteriormente a su ejecución, éste ya no tendría que compartir las ganancias con terceras partes no involucradas en la administración. Siendo así, todas las utilidades generadas por la compañía terminarían en manos de aquellos que las generaron, lo que produciría mayores incentivos para la producción de externalidades positivas. Adicionalmente, la estructura societaria sin accionistas minoritarios haría desaparecer el uso de los beneficios privados de control (“BPC”) – entendiendo a este concepto como las ventajas patrimoniales y/o no patrimoniales obtenidas por un controlador por el mero hecho de serlo, distintas a las que le corresponden por ley – lo que haría que las decisiones de la administración estén únicamente basadas en lo que beneficia a la compañía.

De otro lado, las FOM pueden poner a los minoritarios en un peligro constante de ser expropiados sin razón aparente, perdiendo así la oportunidad de participar de las ganancias a largo plazo de la empresa en la que invirtieron. Al autorizar a los accionistas mayoritarios a decidir sobre la propiedad de los accionistas minoritarios, la ley les otorga un derecho de opción de compra de acciones implícito, el cual aumenta el riesgo en la inversión de los últimos. Sin duda, esto tiene un impacto directo en los bolsillos de los minoritarios, lo que conllevaría a que estos requieran de un mayor retorno para su inversión al momento de adquirir acciones. Este incremento en el “precio” de financiar una sociedad con capital (como consecuencia de “encarecer” la inversión de los minoritarios) traería consigo la reducción del número de proyectos eficientes (o con un VAN positivo⁽²⁶⁾) que podrían ser ejecutados con esos fondos, y esto no solo afectaría a la empresa en cuestión, sino también a la comunidad en general. El tener menos transacciones con VAN positivo genera que se recauden menos fondos provenientes de impuestos, el recaudar menos fondos provenientes de impuestos trae consigo una reducción en el número de obras públicas, y así sucesivamente.

2.3 Clases de FOM y derechos de las minorías

2.3.1 Clases de FOM

Podemos dividir a las FOM en dos clases, diferenciadas por el procedimiento seguido para alcanzar el objetivo final. La primera, definida en inglés como “*Cash-out Statutory Merger*”, es aplicada de manera casi idéntica a una fusión regular y, de acuerdo al artículo 251(f) de la DGCL, debe cumplir con las formalidades que se describen a continuación. Primero, los directorios de las sociedades que motivan la fusión deben aprobar el acuerdo correspondiente y declarar la conveniencia de ejecutarlo. Luego, el acuerdo del directorio debe ser remitido a los accionistas de cada sociedad involucrada para que sea aprobado por los mismos. Excepcionalmente, no se requerirá de la aprobación de los accionistas de la empresa sobreviviente (la adquirente) si: (i) el acuerdo de fusión no modifica el pacto social de la compañía; (ii) todas las acciones emitidas o creadas mantienen su misma condición; (iii) las acciones de la empresa sobreviviente no aumentan en un porcentaje mayor al 20%; y, (iv) tratándose de una compañía pública, si el número de acciones emitidas es menor al 20%. Cabe destacar que esta excepción no aplica a las empresas que se extinguen, por lo que, en este caso, la aprobación de sus accionistas es indispensable para finalizar este proceso. Finalmente, luego de la aprobación de los accionistas (de ser el caso), se deberá registrar el certificado de fusión que se emita para tal propósito.

La segunda clase de FOM se denomina “fusión en dos pasos”⁽²⁷⁾ y, como lo indica

(26) Un proyecto con un VAN (Valor Actual Neto) positivo es uno que, luego de traer a presente los flujos futuros, muestra ser más productivo que invertir dinero en transacciones sin riesgo, tales como depósitos bancarios en EEUU, o bonos del gobierno de EEUU.

(27) Two-Step Merger.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

su nombre, se divide en dos etapas. La primera consiste en la realización de una oferta de adquisición por parte de los accionistas adquirentes sobre las acciones de la empresa objetivo. Una vez concretada y siempre que los ofertantes adquieran el control necesario sobre la sociedad, solo el grupo de accionistas que no aceptaron la oferta serán retirados de la misma mediante una FOM. Conforme al artículo 253 de la DGCL, si los accionistas controladores poseen el 90% o más del capital social de la sociedad objetivo, estos podrán fusionarse con la misma sin necesidad de contar con los votos de sus accionistas. Es decir, la decisión quedará en manos de la empresa controladora.

2.3.2 Derechos de las minorías

Al margen del derecho a voto, en el contexto de una fusión, los accionistas minoritarios también gozan del “derecho a la revaluación”⁽²⁸⁾. Así, aquellos que: (i) votaron en contra de la fusión (de ser necesario su voto); (ii) mantengan la propiedad de sus acciones al momento de presentar la demanda; (iii) continúen siendo accionistas en la fecha en la que se ejecute la fusión; y, (iv) consideren que la contraprestación ofrecida por sus acciones en el contexto de la FOM es inferior al monto que les corresponde, tienen el derecho a que estas sean revaluadas a valor de mercado. Cabe señalar que la revaluación no será aplicable cuando el medio de contraprestación utilizado sean acciones listadas en el mercado de valores.

La revaluación de acciones es realizada por la *Court of Chancery* de Delaware a solicitud de los accionistas opositores que hayan cumplido con los requisitos establecidos por el artículo 262 de la DGCL antes descritos. De acuerdo al literal (h) de dicho artículo, las cortes de Delaware deben valorizar las acciones de la compañía como si esta estuviese en marcha, pero excluyendo el valor agregado obtenido en virtud de la fusión. El método de valuación que normalmente usan las cortes es el de “flujo de caja descontado”⁽²⁹⁾. No obstante este proceso puede resultar muy eficiente y legítimo, es importante destacar que también puede tomar un plazo considerable y resultar bastante oneroso, por lo que su implementación en fusiones ordinarias no es común.

Al margen de las protecciones otorgadas por las disposiciones emitidas por el poder legislativo, la jurisprudencia de Delaware ha establecido una serie de pasos obligatorios para ejecutar las FOM, los cuales emulan al examen de legitimidad de *Weinberger* y que han sido bautizados por Restrepo y Subramanian como la “ruta tradicional”. Para cumplir con los requerimientos de la ruta tradicional, “el directorio de la sociedad objetivo debe crear un comité especial de directores independientes (el “CE”); el CE debe contratar a banqueros y abogados que los asesoren financiera y legalmente; y así, el CE debe negociar con el accionista controlador sobre los temas de la transacción; principalmente, sobre el precio a ser pagado por las acciones de los socios minoritarios y si la fusión debe o no ser aprobada por la mayoría de los miembros de la minoría⁽³⁰⁾ para que esta sea válida. Si el controlador llega a un acuerdo con el CE, los detalles de la misma deben ser aprobados por el directorio y la junta general de accionistas”⁽³¹⁾.

No obstante, la *Chancery Court* de Delaware, en *In Re Siliconix Inc. Shareholders Litigation* (modificando lo establecido en *Weinberger y Lynch Communications*), permitió una ruta alterna a la tradicional a través de la “fusión en dos pasos”, al fallar que “salvo en casos donde se haya evidenciado la existencia de coacción o falta de revelación de información, ningún demandado tiene el deber de demostrar que se haya cumplido con la regla del *entire fairness* en el contexto de la realización de su oferta de adquisición de acciones”⁽³²⁾. Conforme este precedente, la Corte dio su primer paso en establecer un estándar de revisión diferenciado para las fusiones que se

(28) Appraisal rights.

(29) Discounted cash-flow.

(30) Majority of the minority.

(31) Traducción libre por Restrepo & Subramanian, 3-4.

(32) *In re Siliconix Inc. Shareholders Litig.*, No. CIV. A. 18700, 2001 WL 716787, at *6 (Del. Ch. June 19, 2001).



José Enrique Frias y Eliana Torrado

llevaran a cabo a través de la ruta tradicional (aplicando para éstas la regla del *entire fairness*) y para las “fusiones en dos pasos” (revisadas bajo el *business judgment rule* o regla de criterio empresarial).

Consistentemente con su decisión en *In Re Siliconix* para el caso de las fusiones en dos pasos, en el contexto del caso de *Glassman v. Uncoal Exploration Corp.*, la Corte Suprema de Delaware estableció que “la sociedad adquirente no tiene la obligación de cumplir la regla del *entire fairness* (que requiere una negociación y precio justo) y que, en ausencia de fraude o ilegalidad, el único recurso disponible para los minoritarios en el contexto de una FOM es la revaluación de sus acciones”⁽³³⁾. Siendo así, la Corte Suprema de Delaware abrió la puerta para que los accionistas controladores de una sociedad pudieran convertirse en los únicos propietarios sin tener que: (i) contar con la aprobación de los accionistas de la sociedad objetivo; (ii) seguir la “ruta tradicional” y contar con la autorización de la “mayoría de la minoría”; (iii) hacer más que seguir un criterio de negocio; y, (iv) compensar a los accionistas minoritarios de manera distinta a la revaluación.

No obstante, en una sección no vinculante de la resolución del caso *In re Cox Communications, Inc. Shareholder Litigation*⁽³⁴⁾ de 2007 se propuso, en palabras de Restrepo y Subramanian:

“(…) un acercamiento unificado a los FOM bajo el que: (...) una FOM aprobada por un comité especial conformado por directores independientes y que esté condicionada a la aprobación de la mayoría de la minoría debía ser solo analizada bajo estándares de negocio, sin tener en cuenta las formas utilizadas por el accionista controlador (ruta tradicional o fusión de dos pasos), mientras que una FOM que haya sido ejecutada sin cumplir con esos procedimientos debía ser analizada bajo la regla del *entire fairness*”⁽³⁵⁾. Esta sección no vinculante de la resolución está aparentemente sustentada en evidencia empírica que establece que luego de la resolución del caso *Siliconix*, los accionistas minoritarios de sociedades fusionadas

mediante fusiones en dos pasos recibieron una compensación menor a la de los fusionados mediante la ruta tradicional, lo que lleva a Subramanian a concluir que la diferencia en las primas causa una externalidad negativa que afecta a la sociedad en su conjunto, y no solo a los accionistas minoritarios directamente afectados”⁽³⁶⁾.

Este acercamiento unificado al tratamiento de los FOM (descrito en el párrafo anterior) fue posteriormente adoptado por la *Court of Chancery* de Delaware en *In re CNX Gas Corp.*⁽³⁷⁾. Sin perjuicio de ello, la obligatoriedad de seguir las reglas del “estándar de revisión unificado” sigue siendo un tema que aún no ha sido confirmado o descartado por la Corte Suprema de Delaware.

La disyuntiva entre la elección de un régimen laxo y uno más restrictivo radica en que “un régimen legal que hace más fácil para los controladores el hacerse a la totalidad de la empresa que maneja, aumentaría el número de transacciones, pero, a su vez, traería una reducción en la prima pagada a los minoritarios. De otro lado, un régimen legal que requiera mayores requisitos formales para la implementación de las FOM permitiría que los minoritarios reciban primas mayores, pero también reduciría el número de transacciones en el mercado. Los dos acercamientos al tema son legítimos y defendibles”⁽³⁸⁾.

Estas preguntas de política legislativa nos llevan a nuestro estudio de si es conveniente permitir que los accionistas controladores de empresas peruanas puedan aplicar

(33) *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, 777 A.2d 242, 243 (Del. 2001).

(34) *In re Cox Commc'ns, Inc. Shareholders Litig.*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

(35) Traducción libre por Restrepo & Subramanian, 6.

(36) Traducción libre por Restrepo & Subramanian, 1.

(37) *In re CNX Gas Corp. Shareholders Litig.*, 4 A.3d 397 (Del. Ch. 2010).

(38) *In re CNX Gas Corp. Shareholders Litig.*, 4 A.3ra ed. 397 (Del. Ch. 2010), 397.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

FOM. Así, no solo es necesario evaluar si los accionistas controladores deben tener el derecho a causar el retiro de los minoritarios, sino también, de ser el caso, hace falta analizar qué condiciones deberían cumplir para hacerlo.

3. Fusiones en el Perú

3.1 Compensación con dinero en el Perú

Las fusiones en el Perú son reguladas por la LGS, la cual establece sus requisitos, procedimientos y consecuencias. Así como en el caso de Delaware, las fusiones en el Perú suponen la absorción de una sociedad objetivo por el adquirente, o la constitución de una nueva entidad al combinar otras dos existentes (también llamada “consolidación”). Los proyectos de fusión deben ser aprobados por los directorios y la mayoría de los accionistas de las empresas involucradas.

A diferencia de lo regulado en Delaware, las leyes peruanas no reconocen la posibilidad de que un accionista sea compensado con dinero o con un valor distinto a una acción de la empresa resultante o sobreviviente en el contexto de una fusión. El Artículo 334 de la LGS establece que en ambos casos (fusión por absorción y fusión por consolidación), los accionistas de las sociedades extinguidas deben recibir acciones de la nueva entidad creada, o de la empresa adquirente. Consecuentemente, tal como están las cosas hoy en día, no es posible implementar una FOM en el Perú.

Adicionalmente, es importante tener en consideración que los accionistas peruanos no tienen el derecho a la devaluación de acciones tal como ocurre en Delaware, ostentando tan solo el derecho de separación (descrito en la sección 3.3(ii) de este documento). Es más, la LGS es bastante flexible al regular las condiciones que el proyecto de fusión debe cumplir con relación a la determinación de la compensación para los accionistas involucrados, requiriendo únicamente una explicación sobre el criterio de valorización y la ratio de intercambio. De esta manera, la LGS no establece límites o

lineamientos que determinen la manera en la que los accionistas minoritarios deben ser compensados en el contexto de una fusión.

3.2 Acciones adoptadas en otros países de Latinoamérica

A pesar de las restricciones establecidas por la regulación peruana, otros países latinoamericanos pertenecientes a la corriente Romano-Germánica como Colombia han iniciado un acercamiento a ciertas figuras anglosajonas. Así, por ejemplo, la *Ley No. 1258* del 2008 (que creó la Sociedad por Acciones Simplificada –SAS- en Colombia) permitió, por primera vez en este país, la posibilidad de implementar una FOM. Más aun, esta ley incorporó el derecho de los accionistas titulares de más del 90% de las acciones de una sociedad a fusionarse con ésta, contando para ello con tan solo la aprobación de los administradores o directorio de la empresa controladora. Así, una vez cumplido el requisito de tener 90% o más acciones de una SAS, el accionista titular podría causar el retiro del resto de accionistas, compensándolos con dinero u otro valor distinto a las acciones de la empresa resultante (como en el caso de la “fusión en dos pasos” de Delaware)⁽³⁹⁾. Asimismo, en el año 2015, el Superintendente de Sociedades de Colombia, el Dr. Francisco Reyes Villamizar, presentó un proyecto de ley al Congreso de la República de Colombia⁽⁴⁰⁾, mediante el que, entre otros asuntos, plantea extender este derecho a todas las sociedades privadas (es decir, que no listen valores en el mercado), sacándolo de la esfera exclusiva de las SAS, la cual aún se encuentra en evaluación.

(39) De acuerdo a Francisco Reyes Villamizar, uno de los autores de la Ley 1258 de 2008, la idea de permitir las FOM y las fusiones privadas “en dos pasos” provino de la ley de Delaware, ver Francisco Reyes Villamizar, SAS: *La Sociedades por Acciones Simplificada*, (Legis, 3ra ed., 2013), 286-288.

(40) Cámara de Representantes (Colombia), Exposición de Motivos del Proyecto de Ley “Por Medio del Cual se Establecen Reglas en Materia de Sociedades y se Adoptan Otras Disposiciones”, <http://www.supersociedades.gov.co/noticias/Paginas/2015/Gobierno-Nacional-radica-proyecto-de-ley-que-reforma-el-R%C3%A9gimen-de-Sociedades-en-Colombia.aspx> (Consultada el 12 de Agosto del 2015).



José Enrique Frias y Eliana Torrado

A pesar de ser ciertamente innovadora, esta importación de normas no es primeriza en la legislación societaria colombiana. 10 años antes, el artículo 70 de la *Ley 510* de 1999, otorgó a las compañías listadas el derecho a recomprar las acciones de los accionistas que no hicieran ejercicio de sus derechos por más de 20 años, si esta recompra era aprobada por la mayoría de los accionistas de la sociedad. De aprobarse, la compañía debía depositar el precio de las acciones, equivalentes al valor en libros promedio en el año fiscal anterior, en una cuenta especial o en un fideicomiso en favor de los accionistas retirados. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos de la *Superintendencia Financiera de Colombia*⁽⁴¹⁾, la Corte Constitucional de Colombia declaró inconstitucional al artículo 70 de la *Ley 510*, principalmente, sobre la base de que la titularidad sobre las acciones estaba protegida por el derecho constitucional a la propiedad, y que una limitación a su ejercicio solo podría estar justificada por el interés público, el uso público, o el bienestar general reconocido por una ley previa.

3.3 Protección a los accionistas minoritarios en la LGS

Tal como ha sido mencionado en la sección 1.1 de este documento, el Perú tiene un mercado altamente concentrado. Así, la mayoría de derechos de accionistas reconocidos por ley apuntan a proteger a las minorías de los abusos de control de los mayoritarios. Siguiendo a Francisco Reyes, “mientras que la mayor preocupación de la ley societaria y de mercado de valores de EEUU es resolver los problemas de comportamiento oportunista de los directores y administradores vis-à-vis a los accionistas, el objetivo de la regulación latinoamericana es la protección de los accionistas minoritarios contra la expropiación por parte de los controladores”⁽⁴²⁾. Estas características, sumado al hecho de que todos los derechos y protecciones de accionistas están reconocidos en leyes escritas y no en jurisprudencia, hacen que el contexto de Latinoamérica y Delaware sea bastante distinto.

Los derechos de las minorías en el Perú pueden ser divididos de la siguiente manera: (i) derecho al voto; (ii) derecho de adquisición preferente; (iii) derecho a la información; (iv) derecho a la oposición; (v) derecho a la representación; (vi) derecho de suscripción preferente; (vii) derechos económicos; y, (viii) derecho de separación. Sin embargo, para efectos del presente trabajo, solo ahondaremos en el derecho de voto y en el derecho de separación por considerarlos los más relevantes en el contexto de una fusión.

i. Derecho al voto:

Siguiendo la corriente general, la LGS tiene la regla de “un voto por acción”. Sin embargo, este imperativo tiene una excepción, existiendo sociedades factibles de emitir acciones con derechos distintos, incluyendo acciones sin derecho a voto. Como medida de protección, la LGS establece que cualquier modificación en los derechos y deberes de estas acciones debe ser realizada con el consentimiento de la mayoría de sus tenedores. Por lo tanto, se requiere de la realización de dos rondas de votos: el voto de la junta general, y el voto de la junta especial de propietarios de dichas acciones. No obstante, para agregar deberes económicos, se deberá contar con la aprobación de todos los titulares.

Como medida de protección, la LGS establece que cualquier modificación que se haga a dichos derechos y deberes debe realizarse con la autorización de la mayoría de sus

(41) La Bolsa de Valores de Colombia y la Superintendencia Financiera apoyaron la constitucionalidad de esta disposición, justificados en que (i) los derechos de los accionistas suponen también un deber de ser ejercidos; (ii) tener accionistas minoritarios inactivos era demasiado costoso para las sociedades listadas y, por ende, obstruía el debido funcionamiento del mercado de valores; (iii) la ley colombiana permite un método de adquirir el título de propiedad sobre bienes inmuebles a través de la prescripción adquisitiva cuyo término es de 20 años y, en consecuencia, esta disposición debería ser aplicada por analogía a las sociedades listadas para adquirir las acciones de los accionistas inactivos durante el mismo período de 20 años; y (iv) esta regla permite a las sociedades listadas tener una administración más eficiente y, en consecuencia, ser más rentable, ver Corte Constitucional de Colombia, *Sentencia C-133*, pp. 6-8 (2009).

(42) Francisco Reyes; 226-227.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

titulares. Por ende, dos rondas de votación son requeridas para tal propósito: el voto de la junta general de accionistas y el voto del grupo especial de titulares de este tipo de acciones. No obstante lo anterior, ninguna obligación económica adicional puede ser impuesta a algún accionista sin que medie la autorización de este último.

En relación con quórum y mayorías, la LGS divide las decisiones en dos categorías a las cuales asigna diferentes requerimientos. En primer lugar, los acuerdos generales, los mismo que están relacionados con temas administrativos y ciertos asuntos económicos, cuyas aprobaciones exigen una mayoría del 50% más 1 de las acciones representadas en la reunión. En segundo lugar, los acuerdos calificados, que están referidos exclusivamente a cinco decisiones societarias trascendentales: (i) reforma de los estatutos; (ii) aumento y/o disminución del capital social; (iii) emisión de deuda; (iv) disposición de activos cuyo valor sea superior al 50% del capital social de la sociedad; y (v) fusiones, escisiones, reorganizaciones sociales y disolución de la sociedad. Estos tipos de acuerdos requieren una mayoría calificada del 50% más una de las acciones suscritas y pagadas de la empresa, conforme a la LGS.

Para discutir acuerdos generales en una reunión de junta de accionistas celebrada en primera convocatoria, la LGS requiere un quórum del 50% de las acciones con derecho a voto. En segunda convocatoria, solo será requerida la presencia del titular de una acción con derecho a voto. De otro lado, para efectos de discutir un acuerdo calificado en reunión de junta de accionistas, la LGS requiere contar con un quórum de 2/3 y 3/5 de las acciones con derecho a voto en primera y de segunda convocatoria, respectivamente.

Para estos efectos, la LGS no exige que las cantidades de acciones mencionadas anteriormente sean de titularidad de uno o más accionistas, siempre que dichos porcentajes sean alcanzados.

ii. Derecho de separación:

El derecho de separación es un derecho otorgado a los accionistas que les permite salir de la sociedad y recibir un reembolso por su contribución en ciertos casos específicos regulados por ley.

Bajo la LGS, cada accionista tiene el derecho de separarse de la sociedad en la que invirtió si la mayoría de accionistas de la misma adopta alguno de los siguientes acuerdos: (i) reforma del objeto social de la sociedad; (ii) cambio de domicilio de la sociedad a un país o estado en el extranjero; y, (iii) establecimiento de límites a la transferencia o enajenación de acciones de la sociedad.

El derecho de separación puede ser ejercido por los accionistas que: (i) no asistieron a la reunión de la junta de accionistas en la cual se tomó la respectiva decisión; (ii) votaron en contra de dicha decisión; (iii) a pesar de haber querido ejercer sus derechos de voto, no pudieron hacerlo porque dichos derechos fueron negados de manera ilegítima; o (iv) son titulares de acciones sin derecho a voto.

En estos casos, la sociedad debe compensar a aquellos accionistas que ejerzan su derecho de separación en los términos que sean acordados entre la sociedad y el/los respectivos accionistas. En caso de no lograr un acuerdo, la sociedad deberá pagar a los accionistas: (i) el precio promedio ponderado de la acción en los últimos seis meses, cuando se trata de sociedades públicas; o, (ii) el valor patrimonial de la participación en el último día del mes anterior a la fecha de ejercicio del derecho de separación, cuando se trata de sociedades privadas.

El derecho de separación también se les otorga a todos los accionistas de una sociedad listada en bolsa cuando la sociedad se deslista de manera voluntaria, en la medida en que el desliste implica una disminución de la negociabilidad y liquidez de las acciones.

Cuando un accionista ejerce su derecho de separación, los demás accionistas tendrán una opción de compra respecto de las acciones de los accionistas separatistas, en proporción a su participación en el capital de la sociedad. Si



José Enrique Frias y Eliana Torrado

los accionistas no adquieren dichas las acciones, la sociedad podría hacer lo propio siempre que tenga utilidades o reservas suficientes para hacerlo. De lo contrario, la compañía debería reembolsar la contribución del accionista separatista mediante reducción del capital social.

3.4 Análisis de las Normas Ex-Post y Ex-Ante: FOM como Beneficios Privados de Control (BPC)

Al momento de aplicar ciertas figuras legales en una jurisdicción en particular, es necesario tener en cuenta su sistema legal (Romano-Germánico v. Anglosajón), condiciones del mercado, contexto político y económico, estructuras legales y capacidad del sistema judicial. Igualmente, de acuerdo con lo mencionado anteriormente en este artículo, para efectos de importar una ley o concepto jurídico extranjero, es necesario evaluar no sólo el éxito del mismo en la jurisdicción de origen, sino también su aplicabilidad en el país de destino. Con base en esto, Gilson y Schwarts evaluaron las formas en las que los BPC han sido aplicados y regulados en EEUU (específicamente, en el estado de Delaware), en comparación con su aplicación y regulación en Europa (en particular, en los países que hacen parte de la Comunidad Europea) y concluyeron que Delaware utiliza un mecanismo de control *ex-post* respecto del uso de BPC, mientras que los países europeos utilizan mecanismos de control *ex-ante*⁽⁴³⁾.

El sistema de control *ex-post* de Delaware reconoce la posibilidad de lograr externalidades positivas (o situaciones con un VAN positivo, tal como este concepto ha sido antes descrito) del uso de los BPC y, por lo tanto, autoriza su consecución como regla general. No obstante, para efectos de adquirir dichos BPC, los administradores y/o accionistas controladores deben cumplir con el respectivo estándar de revisión judicial que, dependiendo del caso, puede ser cualquier variación de la *business judgment rule* o regla de criterio empresarial⁽⁴⁴⁾ o de la regla del *entire fairness*⁽⁴⁵⁾. En

este contexto, el rol del sistema judicial se vuelve fundamental, en la medida en que es esta la autoridad encargada de evaluar el cumplimiento de los requisitos mínimos establecidos por la regla que le sea aplicable a la respectiva decisión.

Para evaluar si una transacción cumple con el respectivo estándar de revisión, el juez a cargo debe tener una buena formación – no solo respecto de aspectos legales, sino también en finanzas corporativas – y, por lo tanto, es difícil encontrar a jueces capacitados. Adicionalmente, siendo que sistema *ex post* permite la celebración del acto o transacción y es evaluado luego de su ejecución, es necesario que coexista con un poder judicial eficiente que permita un fácil acceso a la justicia y cuya estructura garantice una respuesta rápida e imparcial. De acuerdo con el profesor Zohar Goshen, Delaware cumple perfectamente con este rol dentro de un sistema *ex post* por las siguientes razones:

“Primero, las cortes en Delaware poseen una experiencia única en calcular el valor de las transacciones y en aplicar el derecho corporativo. Al resolver casos, las cortes en Delaware funcionan de manera eficiente, confiable y de forma rápida en el contexto de un mundo de negocios dinámico. En segundo lugar, la propiedad accionaria en Estados Unidos se encuentra ampliamente distribuida entre diversos inversionistas; por lo es factible de tener un ágil mercado por el

(43) Ronald Gilson & Alan Schwartz, Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanism versus Ex Post Transaction Review (Yale J. of Institutional and Theoretical Economics 2013).

(44) La *Business Judgment Rule* exige que la decisión respectiva sea tomada por directores o administradores financieramente desinteresados, que los mismos estén debidamente informados y que actúen de buena fe, de conformidad con los intereses de la sociedad, ver *Gagliardi v. TriFoods Intern., Inc.*, 683 A.2d 1049, 1053 (Del.Ch.,1996).

(45) La *entire fairness rule*, además de requerir que la decisión corporativa cumpla con los criterios exigidos por la *business judgment rule*, también exige que el precio que se fije sea justo y que la negociación entre los accionistas mayoritarios y la junta directiva sea igualmente justa, *Cookies Food Products, Inc., by Rowedder v. Lakes Warehouse Distributing, Inc.*, 430 N.W.2d 447, 453 (Iowa,1988).

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

control corporativo. Finalmente, el mercado de capitales en Estados Unidos es bastante eficiente, inversionistas profesionales sofisticados poseen un gran segmento de acciones minoritarias, y la comunidad comercial del país es sensible a la reputación comercial de quienes administran las sociedades⁽⁴⁶⁾.

Por el contrario, los sistemas de control *ex ante*, como el sistema europeo y latinoamericano, por regla general, consideran que los BPC son negativos y por ende, deben ser prohibidos o, al menos, restringidos por medio de la ley. Siendo así, los accionistas controlantes no están autorizados para hacer uso de estos beneficios adicionales provenientes de la administración de la sociedad, o en caso de estar autorizados, su uso está restringido por ciertos límites establecidos en la ley. Este sistema de control tiene como fundamento no solo ciertas ideas políticas y económicas relacionadas con la distribución de la riqueza, sino que también responden a las características del sistema judicial y el contexto de cada jurisdicción.

Siendo que las FOM son transacciones que pueden llevarse a cabo con la aprobación de la mayoría de los accionistas y, por lo tanto, para adquirir el 100% de la sociedad, estos no requieren negociar con los minoritarios (a menos que se exija como condición obtener el voto aprobatorio de la mayoría de la minoría), consideramos que las FOM son un ejemplo de BPC. En efecto, las FOM constituyen una clara ventaja que tienen ciertos accionistas por su posición de control y, por ende, el valor de este beneficio no es compartido con los accionistas minoritarios. En este contexto, es entendible que las leyes vinculadas a las FOM en Delaware y en el Perú sean diferentes. Así, de un lado, Delaware pone en práctica un sistema de control *ex post*, mientras que, de otro lado, al prohibir las FOM, Perú aplica medidas de control *ex ante*.

Es importante tener en cuenta que lo anterior no implica que sea imposible incorporar las FOM en el sistema legal peruano. Como será analizado de manera más detallada en el siguiente capítulo, para efectos de importar este tipo de transacción al Perú, es necesario realizar una revisión de fondo y analizar las potenciales eficiencias que esta propuesta podría generar, teniendo en cuenta las características legales y económicas del sistema peruano.

4. ¿Las leyes peruanas deberían permitir las FOM?

4.1 Resumen de las características del mercado peruano, la composición accionaria de sus compañías y su sistema judicial.

Como fue mencionado en la sección 3.1 anterior, la legislación peruana no permite la compensación en dinero a los accionistas de una sociedad absorbida dentro de un proceso de fusión. De conformidad con la LGS, los accionistas de la sociedad absorbida deben recibir acciones de la sociedad absorbente o resultante del proceso de fusión en una proporción equivalente a su inversión inicial. Bajo este esquema, el legislador peruano otorga a los accionistas minoritarios ciertos derechos intrínsecos en su calidad de tales dentro de un proceso de fusión.

Es posible afirmar que la aproximación de la legislación peruana es común en los demás países latinoamericanos. Sin embargo, vale la pena mencionar que, con el ánimo de atraer inversión extranjera, Colombia ha venido trabajando en una evolución legislativa tendiente a establecer un régimen menos proteccionista. Uno de estos ejemplos es la creación de la Sociedad por Acciones Simplificada o S.A.S. mediante la Ley 1258 de 2008, en la que el legislador colombiano introdujo, en primer lugar, la posibilidad de compensar en dinero a los accionistas de las sociedades absorbidas dentro de un proceso de fusión e, igualmente, la denominada “fusión abreviada” o *short-form merger* (que elimina el requisito de obtener la aprobación de los accionistas para fusionar una sociedad cuando el accionista controlante tiene más del 90% de las acciones en circulación). Aunque las S.A.S. deben cumplir con ciertas características (entre ellas, que sus valores no se encuentren

(46) Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, (Calif. L. Rev., 2003), 426.



José Enrique Frias y Eliana Torrado

listados en bolsa), actualmente existe un proyecto de ley⁽⁴⁷⁾ que pretende extender estas dos figuras jurídicas a otros tipos de sociedades privadas, como las sociedades anónimas, de responsabilidad limitada y en comandita simple o por acciones.

Estas figuras jurídicas, sin embargo, deben ser evaluadas con cuidado, teniendo en cuenta el mercado del país destinatario, la composición accionaria de las sociedades que lo conforman y su sistema judicial. Según fue analizado en la Sección 1.2.1. anterior, la propiedad accionaria en Perú es altamente concentrada y su mercado de capitales, sin ser un mercado incipiente, se encuentra en proceso de crecimiento, por lo que las leyes societarias tienden a proteger a los accionistas minoritarios del riesgo de apropiación indebida de bienes sociales por parte de los controlantes. Adicionalmente, las diferencias entre los sistemas judiciales de Perú y Delaware, en particular, y de EEUU, en general, tienen un gran impacto en el tipo de protecciones y medidas que deben tenerse en consideración en caso las FOM sean implementadas en el Perú. Por ejemplo, la desacreditación de las cortes peruanas debido a temas de corrupción, falta de celeridad y falta de experiencia en ciertos asuntos son temas que deben considerarse al evaluar la posibilidad de importar esta figura.

4.2 Ventajas y desventajas de las FOM

De acuerdo con lo mencionado en la Sección 2.2 de este artículo, las FOM traen con ellas beneficios, pero también ciertos riesgos. Al salir del mercado público, las sociedades eliminan los costos inherentes a ser una sociedad listada (como por ejemplo, en revelación de información, obtención de mayorías para tomar decisiones, costos de registro e inscripción, etc.) y se vuelven menos propensas a demandas judiciales y administrativas por parte de sus accionistas minoritarios. Adicionalmente, este cambio genera un beneficio directo en los accionistas mayoritarios, dado que pasan a tener acceso al 100% de las utilidades de la sociedad. La reducción en costos y la desaparición de la obligatoriedad de distribuir utilidades lleva a que los recursos sociales puedan ser invertidos de una manera más eficiente y así participar en proyectos factibles de generar mayor utilidad y crecimiento.

Con relación a los riesgos de las FOM, destacamos el hecho de que los accionistas minoritarios están permanentemente

expuestos a ser “expropiados” y así perder involuntariamente la oportunidad de participar en las utilidades futuras de la sociedad. Claramente, esto incrementa el riesgo de su inversión, lo mismo que, a su vez, hace que los inversionistas en un futuro exijan un precio inferior o un incremento en el retorno de su inversión. El aumento en el costo de financiamiento por capital en el mercado público puede llevar a una disminución en los proyectos con VAN positivo, lo que genera una reducción en las utilidades de la sociedad.

En Perú, otros aspectos también deben ser considerados. El riesgo que corren los accionistas minoritarios respecto a la apropiación indebida de sus inversiones por parte de los mayoritarios es mayor en una jurisdicción como la peruana que en EEUU, principalmente, debido a la gran concentración accionaria existente. Como menciona Reyes Villamizar, “la ausencia de separación entre la propiedad y el control en las sociedades latinoamericanas impone la necesidad de desviarse de los principios de gobierno corporativo que han sido establecidos por los sistemas de mercado”⁽⁴⁸⁾. Adicionalmente, el incremento en el riesgo de la inversión podría funcionar como un desincentivo para potenciales inversionistas, lo que, a su vez, podría tener un efecto negativo en el mercado de capitales peruano.

Finalmente, en un contexto como el actual, en el Perú, el derecho constitucional a la propiedad (de acciones) no puede ser limitado por la decisión unilateral de un grupo mayoritario de accionistas. Así, por ejemplo, pesar de su tendencia hacia la liberalidad en las reglas societarias, en un contexto similar, la Corte Constitucional colombiana ha sostenido que la propiedad respecto de acciones de una

(47) *Supra* Cámara de Representantes (Colombia), Exposición de Motivos del Proyecto de Ley “Por Medio del Cual se Establecen Reglas en Materia de Sociedades y se Adoptan Otras Disposiciones”.

(48) Francisco Reyes; 227.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

sociedad no es de ninguna forma diferente a la propiedad que tiene una persona respecto de una casa⁽⁴⁹⁾. Por ende, este derecho constitucional no puede ser limitado, restringido o inobservado por una decisión que no cumpla con los requisitos constitucionales de: (i) estar justificada en el interés público, en el uso público o en el bienestar general legalmente reconocido, y (ii) provenir de una autoridad judicial o administrativa.

4.3 Nuestra Propuesta

Siendo que las FOM pueden incentivar eficiencias importantes en las sociedades, y dichas eficiencias son deseables para fortalecer las empresas peruanas y volverlas altamente competitivas, consideramos que las FOM deberían ser autorizadas en Perú. Sin embargo, antes de poder importar esta figura a la legislación peruana, es necesario analizar y afrontar tres retos en particular: (i) la prohibición derivada de los requisitos para la expropiación en el Perú; (ii) la protección de los derechos de los accionistas minoritarios; y (iii) las debilidades del sistema judicial peruano.

4.3.1 En relación con los requisitos para la expropiación

Uno de los principales argumentos contra las FOM se basa en que este tipo de transacciones son una especie de expropiación en beneficio de personas privadas y que, por ende, violan el derecho constitucional a la propiedad el cual, de acuerdo al artículo 70 de la Constitución peruana de 1993, solo puede ser limitado “(...) por causa de seguridad nacional o necesidad pública, declarada por ley, y previo pago en efectivo de indemnización justipreciada que incluya compensación por el eventual perjuicio”.

Sin embargo, varias leyes y decisiones judiciales, no solo en los EEUU, sino también en Perú y en países vecinos como Colombia, han establecido excepciones que se basan en razones de eficiencia, bajo el entendido que, al producir externalidades positivas, al final de cuentas, se termina favoreciendo a la sociedad en su conjunto. Por ejemplo, la adquisición de bienes inmuebles por prescripción adquisitiva es autorizada en estos tres países. Así, un individuo está en capacidad de adquirir un bien inmueble toda vez que lo posea como dueño (a pesar de no serlo) durante un período determinado por ley y en cumplimiento de ciertos requisitos. Para estos efectos, no se requiere de la autorización del propietario del bien e inclusive, la adquisición por prescripción puede ocurrir en contra de la voluntad del mismo.

(49) Corte Constitucional Colombiana, Sentencia C-133, (2009), 24.

Adicionalmente, la propiedad sobre acciones o participaciones sociales siempre ha estado sujeta a ciertas limitaciones que son asumidas y aceptadas por los accionistas/socios de antemano. Generalmente, las sociedades se basan en la regla de las mayorías y, consecuentemente, los accionistas minoritarios están obligados por las decisiones tomadas por esta (según los requisitos que indique la ley o los estatutos), así hubieran votado en contra. Los estatutos también pueden establecer restricciones a la transferencia de las acciones y pueden otorgar derechos de preferencia en beneficio de otros accionistas de la sociedad. Además, la disolución de la compañía y la consecuente liquidación y distribución de sus activos remanentes, es también una decisión tomada por la mayoría, sin la necesidad de contar con la voluntad de cada uno de los accionistas.

Por ende, si las FOM generan la posibilidad de que una sociedad tenga mayores y mejores recursos, y le permitieren invertir en más proyectos con VAN positivo, consideramos que el argumento relativo a la expropiación no es lo suficientemente sólido para invalidar su conveniencia. Las jurisdicciones que hemos mencionado han establecido excepciones legislativas o a través de precedentes vinculantes que permiten la implementación de transacciones eficientes que, a pesar de limitar el derecho a la propiedad privada, están dirigidas a lograr un bien común. Adicionalmente, las acciones, como bien factible de ser tenido bajo propiedad, es un activo especial que admite limitaciones *per se*, ya que hace parte de una entidad con múltiples propietarios que, en aras del bien común, se rigen por reglas pre-establecidas por ley o por lo que acuerde la mayoría de sus accionistas.

Somos conscientes de que lograr que el argumento de la eficiencia de las FOM haga que estas califiquen como una posible contribución al interés público y que esto sea legalmente reconocido en el Perú, es un gran reto. Sin



José Enrique Frias y Eliana Torrado

embargo, al momento de realizar este análisis, es importante tener en cuenta el ejemplo de Estados Unidos, un país que ha permitido su limitación debido a las externalidades positivas causadas por la FOM a pesar de proteger el derecho a la propiedad como uno de sus mayores pilares constitucionales.

4.3.2 Derechos de las Minorías

Tal como ha sido mencionado, actualmente, Perú no cuenta con una estructura legal fuerte que proteja a los accionistas minoritarios en caso se llegaran a implementar las FOM en el país. Por ende, consideramos que, para efectos de aplicar este tipo de transacción, es necesario considerar previamente las siguientes protecciones *ex ante*:

- Contar con una opinión independiente (*fairness opinion*) emitida por una entidad reconocida y renombrada en Perú, que califique la idoneidad del precio ofrecido por la sociedad adquirente a los accionistas minoritarios. Esta opinión independiente deberá incluirse dentro de la información que debe ser enviada, junto con el acuerdo de fusión, al comité especial independiente del directorio (explicado en más detalle a continuación), al directorio en pleno y a la junta general de accionistas.
- Requerir la aprobación del acuerdo de fusión por parte de un comité especial integrado por miembros independientes del directorio de la respectiva compañía. Por medio de esta aprobación, el comité especial independiente deberá, después de analizar y evaluar el precio ofrecido por la sociedad adquirente, la opinión independiente y el riesgo inherente al tipo de consideración (en caso que fuese diferente a dinero), y recomendar al directorio y a los accionistas minoritarios votar a favor o en contra de la fusión.
- Requerir la aprobación de la fusión por parte del directorio.
- Requerir la aprobación de la fusión por parte de la mayoría de los accionistas⁽⁵⁰⁾.

El requerimiento de estos pasos previos garantizará el derecho de los accionistas minoritarios a estar debidamente informados de las condiciones de la fusión y de las razones por las cuales el comité especial y el directorio tomaron la decisión de recomendar la fusión, de ser el caso.

Sin perjuicio de la implementación de estas protecciones *ex ante*, cabe destacar que el rol del sistema judicial sigue siendo fundamental para lograr el objetivo de permitir la implementación de FOM en el Perú. No cabe duda que la existencia de jueces especializados y expeditos que estén en capacidad de garantizar el cumplimiento de estas reglas, es indispensable.

“Para que el enfoque de la ley sea que ésta en efecto esté, como se ha dicho, ‘en los libros’ en una jurisdicción dada, depende de la calidad de interpretación de las cortes y de la eficacia en la aplicación de la ley. Si los tribunales se niegan o son incapaces de hacer cumplir la ley tal como ha sido establecida por el legislador, la ley va a ser diferente a la prevista por los legisladores”⁽⁵¹⁾.

Por ende, siendo que los accionistas minoritarios no tendrán la oportunidad de negociar el “precio subjetivo” de sus acciones, consideramos que las autoridades judiciales en Perú deben aplicar la regla del *entire fairness*, según ha sido descrita por las cortes de Delaware, como el estándar de revisión respecto de aquellas transacciones que hayan sido demandadas por los accionistas

(50) Aunque consideramos la posibilidad de recomendar, como requisito, el obtener la mayoría de votos de los accionistas minoritarios como condición para llevar a cabo este tipo de fusiones, condición que le otorgaría a los accionistas el derecho a negociar, lo que llamaría Goshen, un “precio subjetivo” (Goshen, *supra*, p. 408) por sus acciones, concluimos que establecer esta condición haría imposible implementar este tipo de transacciones. Condicionar las FOM a la mayoría de la minoría implicaría darles a los accionistas minoritarios una especie de derecho de veto en relación con las decisiones del Directorio (que no es natural de su condición de minoritarios) y que disuadiría a los inversionistas y a los potenciales compradores, desde un principio, de iniciar un proceso de *due diligence* para negociar.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

minoritarios. Bajo este estándar de revisión, los jueces deberán decidir si, además de respetar criterios lógicos empresariales (*business judgment rule*), (i) la negociación entre los accionistas controlantes y el comité especial independiente, el directorio y los accionistas minoritarios fue justa, y (ii) el precio ofrecido por las acciones de los accionistas fue justo, teniendo en cuenta los estándares del mercado al momento de la transacción.

No obstante lo anterior, toda vez que el accionista controlante obtenga la aprobación de la mayoría de los accionistas minoritarios, la transacción deberá ser evaluada en la instancia judicial, de ser el caso, únicamente bajo los estándares del *business judgment rule*, en la medida en que el obtener el consentimiento de la mayoría de los minoritarios implica que éstos se encuentran satisfechos con las condiciones generales de la negociación y oferta de fusión. Además, el flexibilizar el estándar de revisión en los casos en los que se cuente con la aprobación de la mayoría de la minoría funge de incentivo para que los accionistas controlantes ofrezcan a los accionistas minoritarios términos políticos y económicos equivalentes o superiores a los del mercado, a efectos de conseguir su voto, y así reducir la posibilidad de un litigio.

En relación con esta propuesta de estándar de revisión, consideramos que el mismo debería ser aplicado de manera uniforme a todas las FOM en Perú, independientemente de que sean ejecutadas en un solo momento (por ejemplo, una *cash-out statutory merger*, según esto se describe en la sección 2.3.1 del presente artículo) o si la fusión se lleva a cabo en dos pasos (mediante una oferta de adquisición para adquirir el 90% de la participación accionaria de la sociedad y, una vez se obtenga dicha mayoría, llevar a cabo la fusión de manera independiente), de acuerdo con la aproximación del *Chancery Court* de Delaware en el caso *In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation*⁽⁵²⁾.

4.3.3 Corte o entidad administrativa con poderes cuasi-judiciales, especializada en temas corporativos
Basándose en la experiencia extranjera, en el 2006, el legislador colombiano le otorgó poderes judiciales a la *Superintendencia*

de Sociedades, una entidad administrativa y regulatoria vinculada al Poder Ejecutivo encargada de vigilar a las sociedades, para decidir litigios derivados de temas corporativos, bajo el abrigo constitucional del artículo 116 de la Constitución colombiana. Por ende, esta entidad es la que actualmente se encarga de resolver conflictos entre los accionistas, conflictos entre estos y la compañía, conflictos derivados del incumplimiento de convenios de accionistas, y liquidación de sociedades privadas y listadas. Esta entidad tiene una imagen muy positiva entre los colombianos, alcanzando un nivel de aprobación del 84% de acuerdo con una encuesta publicada por esta misma entidad en el 2014.

Aunque esta delegación de poderes ha sido objeto de varias críticas, su implementación ha traído consigo resultados positivos para Colombia y su economía. La muy alta favorabilidad de la Superintendencia de Sociedades (en especial, cuando se compara con otras entidades administrativas o judiciales) se fundamenta en el alto conocimiento técnico de sus funcionarios, en la celeridad en la que se resuelven los procesos y, principalmente, en la seguridad jurídica de sus decisiones, a través de la creación de una sólida jurisprudencia conformada por decisiones consistentes que derivan de litigios societarios y consultas que dicha entidad absuelve.

Igualmente, en Argentina, la Inspección General de Justicia, la entidad gubernamental a cargo de vigilar el cumplimiento de los estatutos sociales, es una fuente importante de doctrina societaria. Esta entidad ha cumplido un rol trascendental en la economía argentina, en la medida que tiene como una de sus responsabilidades, asegurar el

(51) Francisco Reyes; 409.

(52) *In re CNX Gas Corp. Shareholders Litig.*, 4 A.3d 397 (Del. Ch. 2010).



José Enrique Frias y Eliana Torrado

debido comportamiento de las personas jurídicas⁽⁵³⁾. Esta agencia también tiene el poder de defender los derechos de los accionistas minoritarios dentro de ciertas transacciones reconocidas por ley:

“Las extensas actividades de la Inspección han permitido la protección de los derechos de los accionistas minoritarios en el contexto de transacciones específicas. En una serie de casos recientes, la Inspección ha desincentivado varias sociedades de excluir a los accionistas sin derecho a voto por medio de procedimientos conocidos como el *coup d'accordéon*. Si esta práctica hubiera sido permitida, hubiera resultado en la expropiación de todos los accionistas sin derecho a voto mediante la regla de mayoría. Por esta razón, la Inspección le prohibió a varias sociedades argentinas llevar a cabo el “golpe de acordeón, a pesar de su difícil situación financiera”⁽⁵⁴⁾.

En Perú, la delegación de poderes jurisdiccionales a entidades administrativas por temas específicos no es extraña a la realidad. El ejemplo más importante es el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (“INDECOPÍ”), entidad pública autónoma creada en noviembre de 1992, cuyas funciones son promover el mercado, proteger los derechos de los consumidores, estimular la competencia legal y honesta dentro de la economía peruana y velar por la protección de la propiedad intelectual.

En cumplimiento de dichas funciones, INDECOPÍ tiene el deber de decidir, como última instancia administrativa, acerca de los conflictos relativos a actos restrictivos de la competencia, competencia desleal, derechos de autor, propiedad intelectual y acceso al mercado. En el contexto de la liberación de los mercados peruanos, el propósito de esta delegación fue transferir la responsabilidad de resolver conflictos de esta índole a una entidad especializada, independiente y ajena a la corrupción, que pudiera tomar decisiones de manera más rápida y eficiente que los entes judiciales. Ciertamente, los objetivos de esta delegación fueron cumplidos y hoy en día, INDECOPÍ es una entidad respetada que, a pesar de tener decisiones controversiales,

ha sabido resolverlas de manera sustentada y expedita.

Los anteriores son todos ejemplos exitosos de entidades administrativas que asumen un rol judicial que, desafortunadamente, no puede ser ejercido debidamente por las cortes regulares. Por ende, la idea de delegar en una entidad gubernamental peruana la responsabilidad de decidir sobre asuntos corporativos puede contribuir de manera fundamental al desarrollo del mercado, a través de la creación de una “jurisprudencia” sólida y vinculante que sería dictada por un cuerpo de profesionales educados en temas corporativos, tanto desde el ámbito legal, como el económico. Esto serviría no solo para dar confianza a los inversionistas, sino que también garantizaría el correcto cumplimiento de las protecciones *ex ante* propuestas para la implementación de las FOM en Perú. De acuerdo con lo mencionado por Reyes Villamizar,

“En el caso del derecho corporativo latinoamericano, la realidad muestra una discrepancia entre el derecho en los libros y su aplicación”⁽⁵⁵⁾. Esta evidente desventaja debe ser superada a través del confrontamiento de dos puntos de vista que compiten entre sí. El primero es la defensa, sin restricciones, del principio de independencia judicial. El segundo es la necesidad indiscutible de una adjudicación expedita en los litigios corporativos. Es verdad que la armonización entre estos dos puntos de vista sería una solución ideal, tal como ha sido probado por varios países desarrollados en los que los temas corporativos son rápidamente resueltos por una rama judicial independiente. Esta

(54) <http://www.jus.gob.ar/igj/la-igj/institucional.aspx>

(55) Francisco Reyes; 261.

(56) Francisco Reyes; 257.

“Freeze-out mergers” y compensación en dinero en el Perú. Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware
“Freeze-out merger” and cash payment in Peru: Analysis from the provisions of the laws of Delaware

solución ideal está lejos de las posibilidades realistas de Latinoamérica, al menos a corto plazo. Una solución intermedia que corresponde a la idea aceptada de cooperación entre las diferentes ramas del gobierno puede ser y ha mostrado ser útil para la consecución de ese fin”⁽⁵⁶⁾.

Por lo tanto, la creación de una institución similar a la Superintendencia de Sociedades colombiana en el Perú es una idea que merece ser evaluada por el ente legislativo, con el propósito de asegurar la debida aplicación de esta nueva propuesta legal y para efectos de garantizar que las mismas transacciones que están autorizadas hoy en día por la LGS se lleven a cabo en una forma adecuada.

5. Conclusiones

- Las fusiones tienen el propósito de crear sinergias. Bajo la ley de Delaware, las fusiones se pueden llevar a cabo de diferentes formas, incluyendo las FOM. Este tipo de fusiones, sin embargo, a la fecha, no pueden ser legalmente ejecutadas en el Perú.
- Las FOM son transacciones mediante las que los accionistas controlantes de una sociedad obligan a los minoritarios, a través de medios legales, a vender sus acciones y a recibir, en contraprestación, dinero u otro tipo de compensación diferente a acciones de las sociedades sobrevivientes o resultantes.
- Mediante las FOM, las sociedades pueden evitar incurrir en los gastos inherentes a las sociedades listadas y dejan de estar expuestas a demandas judiciales de parte de accionistas no vinculados a la administración. Adicionalmente, como

consecuencia de dichas transacciones, los controlantes no requerirán compartir las utilidades de la sociedad con los accionistas minoritarios y por ende, podrían invertir estos recursos en proyectos con VAN positivo. No obstante, el riesgo de los accionistas minoritarios de verse potencialmente obligados a vender sus acciones al precio que apruebe la mayoría hace que su inversión sea más riesgosa y por ende, estos pueden exigir un mayor retorno por su inversión, lo que incrementa el costo de financiamiento por capital de las sociedades y conlleva a una menor disponibilidad de recursos para invertir en proyectos con VAN positivo.

- Las diferencias entre las sociedades de EEUU y Latinoamérica, en relación con su composición accionaria, el mercado en general y los sistemas judiciales que las supervisan, tienen un impacto directo en los objetivos de las legislaciones societarias aplicables. Siendo así, a efectos de implementar las FOM en el Perú o en cualquier otro país de Latinoamérica, estas disposiciones legales deben ser revisadas y ajustadas.
- Consideramos que es importante que se permitan las FOM en el Perú en la medida en que este tipo de transacciones pueden incentivar eficiencias en las sociedades peruanas y, por ende, pueden hacerlas más fuertes y globalmente competitivas. Sin embargo, teniendo en cuenta las características específicas del Perú, creemos que, para dichos efectos deberían realizarse las siguientes reformas legislativas: (i) los objetivos de la ley que permita las FOM deben ser considerados legislativamente como de interés público, de tal forma que este tipo de transacciones cumpla con los requisitos establecidos por la Constitución para limitar el derecho a la propiedad privada; (ii) deben implementarse protecciones de carácter *ex post* y *ex ante* en relación con los derechos de los minoritarios, de forma tal que el riesgo de apropiación indebida por parte de los accionistas mayoritarios sea reducido e, idealmente, eliminado; y (iii) es necesario buscar soluciones alternativas a la falta de celeridad y experiencia de las cortes peruanas en temas societarios, por ejemplo, mediante la delegación de poderes cuasi-judiciales a entidades administrativas expertas en esta área. 

(56) Francisco Reyes; 257.