

CENTRO DE INVESTIGACIÓN Y DOCENCIA ECONÓMICAS, A.C.



**CONSIDERACIONES EN TORNO A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE
ADQUISICIÓN DE EXCLUSIÓN Y LA CONVENIENCIA DE LA INCLUSIÓN DE
LOS *SQUEEZE-OUTS* EN EL MARCO NORMATIVO MEXICANO**

TESINA

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LICENCIADO EN DERECHO

PRESENTA

LUIS MIGUEL POSADAS YÁÑEZ

DIRECTORA DE LA TESINA: DRA. MARÍA MERCEDES ALBORNOZ

CIUDAD DE MÉXICO

MARZO, 2019

Revela Domino viam tuam, et spera in eo, et ipse faciet.

A Dios.

A mi madre y mi padre, por su infinita paciencia.

Resumen

La presente tesina aborda los mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios que se encuentran disponibles en México para una empresa pública que ha concluido exitosamente una oferta pública de adquisición de acciones, aquellos que existen en la Unión Europea y la pertinencia de incluir la figura del derecho de venta forzosa en la legislación mexicana. Los mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios, actualmente disponibles y que han sido implementados posterior a la transformación de empresas públicas a en empresas privadas, no se encuentran exentos de incertidumbre jurídica, implican costos de transacción elevados, y obstaculizan directamente el procedimiento de desliste de las empresas públicas, procedimiento necesario bajo la legislación vigente para poder excluir accionistas minoritarios. Ante la necesidad de eliminar costos, disminuir regulaciones, dotar de certidumbre el proceso de exclusión de accionistas minoritarios e incentivar el mercado de fusiones y adquisiciones, es conveniente utilizar figuras que en otros países se han regulado con resultados positivos. De ellos se analizan particularmente aquellos vigentes en la Unión Europea, que cuenta con una pluralidad de sistemas jurídicos que forman parte de sus Estados miembros y que a pesar de ello ha logrado implementar mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios. El mecanismo de exclusión de accionistas minoritarios, o *squeeze-out*, aquí propuesto para su inclusión en la legislación mexicana es el derecho de venta forzosa de acciones. Sin embargo, a efecto de valorar los efectos de la propuesta se lleva a cabo un análisis de racionalidad, tanto económica como jurídica, de las implicaciones de su implementación.

Índice

Introducción.....	1
Capítulo I – Mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios de una empresa pública existentes en México	5
1.1 Marco normativo aplicable a los procesos de desliste en México	5
1.1.1 Asamblea de Accionistas.....	6
1.1.2 Oferta de Exclusión	7
1.1.3 Cancelación de la inscripción en el RNV y desliste en Bolsa	12
1.1.4 Fideicomiso para la adquisición de posiciones minoritarias	12
1.2 Mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios en México	13
1.2.1 Split inverso.....	13
1.2.2 Reembolso o amortización por sorteo	14
1.2.3 Reducción con consentimiento tácito	16
1.2.4 Adopción de la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión	18
Capítulo II – Regulación de los mecanismos de squeeze out en la Unión Europea.....	22
2.1 ¿Porque la Unión Europea?	22
2.2 Definición	23
2.3 Squeeze-outs en la Directiva Europea	24
2.3.1 Modelos de squeeze-out en la Directiva Europea	26
2.3.2 Contraprestación por el ejercicio del Derecho de Venta Forzosa	28
2.3.3 Ejercicio del Derecho de Venta Forzosa	29
2.4 Derecho de compra forzosa	29
2.5 La implementación de la Directiva Europea en Estados miembro	30
Capítulo III – Análisis de racionalidad de la inserción de la figura del squeeze-out en México	33
3.1 Racionalidad económica de la inclusión del squeeze-out.....	33

3.1.1	Eficiencia Asignativa.....	35
3.2	Racionalidad jurídica o proporcionalidad.....	43
3.2.1	Idoneidad o adecuación	45
3.2.2	Necesidad o indispensabilidad.....	45
3.2.3	Proporcionalidad en sentido estricto.....	46
3.3	Propuesta de reforma a la LMV	48
	Conclusiones.....	50
	Bibliografía.....	52

Índice de tablas y gráficos

Gráfico 1: mapa de la implementación de la Directiva Europea	32
Tabla 1: Últimas cinco ofertas de exclusión realizadas hasta el 31 de diciembre de 2017	39
Tabla 2: Compensación de las últimas cinco ofertas de exclusión realizadas hasta el 31 de diciembre de 2017	42

Lista de abreviaturas

Los siguientes términos tendrán el significado que se les atribuye a continuación, en forma singular o plural.

<i>“BMV”</i>	Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.
<i>“Bolsa”</i>	Cualquier bolsa de valores concesionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público
<i>“Circular Única de Emisoras”</i>	Disposiciones de Carácter General aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003, según las mismas han sido modificadas periódicamente por la CNBV
<i>“CNBV”</i>	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
<i>“Directiva Europea”</i>	Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición
<i>“LGSM”</i>	Ley General de Sociedades Mercantiles
<i>“LMV”</i>	Ley del Mercado de Valores
<i>“RNV”</i>	Registro Nacional de Valores
<i>“UDIs”</i>	Unidades de inversión

Introducción

Las ofertas públicas de adquisición son mecanismos normativos que las jurisdicciones de los mercados de valores han incorporado con la finalidad de favorecer las operaciones de adquisición de control de empresas públicas y a su vez proteger los intereses de accionistas minoritarios, al tiempo en que la existencia de un mercado de control de empresas públicas permite que se abatan costos derivados del problema de agencia existente entre accionistas y administradores y entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios¹. Dentro del marco normativo aplicable a las ofertas públicas de adquisición, las principales economías de occidente han incorporado a su regulación mecanismos para la implementación de procesos de exclusión de accionistas minoritarios, conocidos también dentro de la doctrina estadounidense, o de la jerga financiera, como *squeeze-outs* o *freeze-outs*. Dichos mecanismos contemplan la posibilidad, una vez que se actualicen determinados supuestos, de que los accionistas controladores de una empresa pública puedan excluir a los accionistas minoritarios de la misma, situación que conduce a la cancelación de la negociación de los valores representativos del capital social de una emisora, o a deslistar² las acciones de una emisora de la Bolsa en la que se encuentren listadas. La existencia de mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios no es exclusiva de países con sistemas jurídicos de (derivados del) *Common Law*. Estos mecanismos también se encuentran contemplados en la normatividad de países de sistemas jurídicos de derecho (romano) civil³.

A diferencia de otras jurisdicciones, actualmente la legislación mexicana en materia bursátil, o societaria, no contempla la existencia de un mecanismo normativo similar a los procesos de

¹ Para una introducción al estudio del problema de agencia ver: Michael C. Jensen y William H. Mecking, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No. 4, (1976), disponible en: <https://ssrn.com/abstract=94043> y Ullah Bhuiya, Hamid y Kumar Biswas, Pallab, “Agency Problem and the Role of Corporate Governance”, *The Bangladesh Accountant*, Vol 52, No. 25, (julio-septiembre 2006), disponible en <https://ssrn.com/abstract=1250842>.

² A lo largo de la presente tesis se utilizará el término deslistar y por el cual deberá entenderse el proceso consistente en pasar de ser una empresa cuyo capital social o parte de su capital social cotiza en cualquier bolsa de valores concesionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a una empresa de capital privado.

³ La mayor parte de los sistemas jurídicos de las naciones del mundo sigue una de las dos principales tradiciones, *common law* o derecho civil. Por sistemas jurídicos de *common law* debe entenderse aquellos que resultan de la tradición jurídica que surgió en Inglaterra durante la Edad Media y que fue exportada a las distintas colonias británicas durante el colonialismo inglés y cuyas normas se encuentran generalmente sin codificar. Por sistemas jurídicos de derecho civil debe entenderse aquellos que resultan de la tradición jurídica desarrollada en Europa continental, en países como Francia y España, y cuyas normas se encuentran generalmente codificadas.

exclusión de accionistas minoritarios, para que posterior a la consumación de una oferta pública de adquisición dirigida a todos los accionistas de una empresa pública, por la totalidad de las acciones representativas del capital social, mediante la cual un oferente que adquiriera un porcentaje superior al 95%⁴ del capital social de dicha empresa pública, pueda exigir la venta de las acciones restantes propiedad de los accionistas minoritarios que no participaron en la oferta pública de adquisición. Esta situación resulta desventajosa para el mercado de fusiones y adquisiciones del país, para los accionistas mayoritarios, pues se impide la consumación de planes de reestructuración que usualmente se implementan para mejorar procesos dentro de grandes estructuras corporativas, y también, para los accionistas minoritarios, pues se favorece la implementación de procedimientos dudosos, poco transparentes y cuyas bases para excluir accionistas minoritarios quedan al arbitrio de los accionistas mayoritarios.

La presente tesina tiene como finalidad analizar lo que sucede en México, compararlo con las estrategias normativas que existen en Europa y analizar la conveniencia de la implementación de un mecanismo de *squeeze-out* en la legislación mexicana con la finalidad de contar con procesos de exclusión de accionistas minoritarios transparentes y jurídicamente vinculantes.

La elección de la Unión Europea se justifica debido a que los procesos de *squeeze-out* se encuentran regulados a nivel directiva y, como tal, la misma ha sido internalizada en las legislaciones de los Estados miembros de la Unión Europea, mismos que se encuentran integrados tanto por países de tradición de derecho civil como de tradición de *Common Law*⁵. Adicionalmente, los mercados de valores europeos son un referente obligado de consulta debido a la importancia histórica de los mismos y al valor de capitalización de mercado de las empresas cuyos valores se encuentran admitidos a negociación en los mismos. Por otra parte, he decidido no abordar los procesos de *squeeze-out* existentes en los Estados Unidos de América en virtud de que la estructura de sus mercados de valores tiene profundas diferencias con los nuestros, pues las tenencias accionarias de las empresas públicas suelen estar pulverizadas en los Estados

⁴ Porcentaje que será adoptado como hito de esta tesina debido a que actualmente es el porcentaje de aprobación requerido conforme al artículo 108 de la LMV para solicitar la cancelación de la inscripción de acciones en el RNV y su consecuente deslistado, por lo que es el porcentaje mínimo al que debe llegar una persona o grupo de personas interesadas en transformar una empresa pública en privada, asumiendo que ningún otro accionista minoritario estuviera interesado en votar de forma favorable la cancelación de la inscripción de las acciones de la sociedad en cuestión.

⁵ A la fecha de impresión de esta tesina el Reino Unido de la Gran Bretaña e Irlanda del Norte seguía formando parte de la Unión Europea.

Unidos de América en contraste con nuestros mercados de valores y debido a que la exclusión de accionistas minoritarios suele tener lugar en los Estados Unidos de América, concretamente bajo la legislación de Delaware, a través de fusiones⁶.

El estudio de los mecanismos de desliste existentes en México y la propuesta de inclusión de un mecanismo de *squeeze-out* en la legislación mexicana resulta relevante desde la perspectiva teórica y práctica. Es relevante desde una perspectiva teórica debido a que la transformación de una empresa pública en empresa privada y el proceso de exclusión de sus accionistas minoritarios están relacionados con la asignación de los derechos de las minorías, uno de los principales ejes que propiciaron la promulgación de la Ley del Mercado de Valores que se encuentra vigente, según la misma fue publicada en 2005, y además debido a que están relacionados con la situación financiera y el negocio de una empresa pública que tenga la intención de volverse privada.

Asimismo, el análisis de los mecanismos de desliste existentes en México contribuye al estudio de la legislación en materia bursátil, legislación alrededor de la cual la doctrina y los criterios judiciales existentes son bastante limitados, no obstante que dichos elementos son necesarios para la estimulación del desarrollo de un mercado de valores acorde al tamaño de la economía mexicana pues “el florecimiento del mercado accionario es un elemento deseable en las economías emergentes como la mexicana”⁷.

A efecto de realizar el análisis propuesto la presente tesina se encuentra organizada de la siguiente forma:

El primer capítulo describirá el proceso para llevar a cabo el desliste de una empresa pública en México, posterior a la realización de una oferta pública de adquisición forzosa, incluyendo la realización de una segunda oferta pública de adquisición de acciones conocida como “oferta de exclusión” u “oferta de cancelación” y los mecanismos existentes dentro del marco normativo mexicano para conseguir la exclusión de los accionistas minoritarios. Parto aquí del análisis del proceso de la oferta pública de exclusión debido a que en México no es posible, ni aconsejable debido al riesgo de litigio e intervención de la autoridad reguladora, implementar un mecanismo

⁶ Para más información al respecto ver Ventoruzzo, Marco, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals.” *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, No. 4, 2010. 2010. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019).

⁷ Oscar S. Álvarez-Macotela, “El Enigma de la Legislación Bursátil en México,” en *Derecho Bursátil Contemporáneo, Temas Selectos* (Ciudad de México: Editorial Porrúa/ITAM, 2008), p.371.

de exclusión de accionistas minoritarios en una empresa pública. Dicho análisis es un punto de partida adecuado a efecto de identificar los principales problemas e ineficiencias que permean el marco normativo vigente a la hora de llevar a cabo un proceso de consolidación de tenencias accionarias.

En el segundo capítulo se realiza un análisis del mecanismo de exclusión de accionistas minoritarios disponible en la Unión Europea con base en el ordenamiento comunitario y en el marco normativo de algunos Estados miembros. El mecanismo a ser analizado consiste en el derecho de venta forzosa que se otorga posterior a la conclusión de una oferta pública de adquisición que hubiera actualizado ciertos supuestos normativos. En este capítulo no se analiza el procedimiento de desliste de las empresas públicas, a diferencia del caso mexicano, debido a que el marco normativo comunitario no obliga a que los Estados miembros adopten legislación que requiera, como condición para el ejercicio del derecho de venta forzosa a ser analizado en la presente tesina, a una empresa pública convertirse en empresa privada, aunque la finalidad última de ejercer el derecho de venta forzosa sea deslistar los valores de la empresa pública.

En el tercer capítulo se lleva a cabo un análisis relativo a la racionalidad económica y la racionalidad jurídica de la conveniencia de incluir un derecho de venta forzosa en el marco normativo mexicano con la finalidad de que pueda ser ejercido de forma posterior a la conclusión de una oferta pública de adquisición de acciones.

Finalmente, se plantea una propuesta de reforma a la Ley del Mercado de Valores con la finalidad de incluir un derecho de venta forzosa posterior a la conclusión de una oferta pública de adquisición de acciones.

Capítulo I – Mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios de una empresa pública existentes en México

El presente capítulo describe el marco normativo aplicable al proceso de desliste, incluyendo a la oferta de exclusión, y los mecanismos que pueden ser implementados por los accionistas mayoritarios para consolidar las tenencias de los accionistas minoritarios que no participaron en las ofertas públicas de adquisición una vez que se consuma la transformación de empresa pública en empresa privada. La transformación de una empresa pública que cotiza en una bolsa de valores en una empresa privada, conocida en la jerga financiera como *going private transaction* o proceso de vuelta al origen, es una transacción que sucede con cierta frecuencia en el mercado de valores mexicano. El proceso para transformar una empresa pública en una privada consiste en la obtención de la aprobación de la cancelación de la inscripción de las acciones de la emisora en cuestión en el Registro Nacional de Valores (el “RNV”) que mantiene la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (la “CNBV”), y el consecuente desliste de la bolsa de valores en la que cotizan dichas acciones. De conformidad con el marco normativo vigente, para llevar a cabo el proceso de desliste se requiere la implementación de un primer proceso de oferta pública de adquisición de acciones y, en la mayoría de los casos, de una segunda oferta pública de adquisición de acciones, conocida también como “oferta de exclusión”.

Se parte del análisis del proceso de oferta pública de adquisición debido a que en México no es posible, ni aconsejable derivado del posible riesgo de litigio e intervención de la autoridad reguladora, implementar un mecanismo de exclusión de accionistas minoritarios en una empresa pública.

1.1 Marco normativo aplicable a los procesos de desliste en México

Los requisitos necesarios para la cancelación voluntaria de la inscripción de las acciones representativas del capital social de una sociedad anónima bursátil en el RNV y el consiguiente desliste de la bolsa de valores (la “Bolsa”), concesionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en la que los valores se encuentren admitidos a negociación y listado, posterior a la consumación de una oferta pública de adquisición de acciones, por virtud de la cual se ha adquirido más del 95% del capital social de una empresa pública, se detallan a continuación.

Resulta importante notar que en términos de la Ley del Mercado de Valores (la “LMV”) la cancelación de la inscripción de valores en el RNV está sujeta a una facultad discrecional⁸ de la CNBV⁹.

1.1.1 Asamblea de Accionistas

De conformidad con el artículo 108 de la LMV y los artículos 15 y 15 Bis de las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores (la “Circular Única de Emisoras”), previo a la solicitud por parte de una emisora para la cancelación de la inscripción de sus acciones en el RNV se requiere contar con el acuerdo favorable de su asamblea general extraordinaria de accionistas adoptado por el voto favorable de los titulares de acciones, con o sin derecho a voto, que representen al menos el 95% del capital social. Considerando lo anterior, en caso de que una empresa pública cuente con acciones de voto limitado será necesario que sus tenedores concurren a la asamblea en cuestión. Para dichos efectos, las acciones y votos de los tenedores de acciones de voto limitado serán computados con la finalidad de determinar si se cuenta con el quorum necesario para instalar la asamblea y para adoptar las resoluciones relativas a solicitar la cancelación de la inscripción de las acciones de dicha empresa pública en el RNV. De esta forma la LMV confiere protección a los tenedores de acciones de voto limitado, dirigidas específicamente a inversionistas interesados únicamente en la liquidez de las acciones, el pago de dividendos preferentes y ajenos a la administración de la emisora de las acciones, asegurando que tendrán voz y voto en la toma de una decisión que afecta las características de sus valores.

⁸ Respecto a las facultades discrecionales de las autoridades administrativas, los tribunales han expresado que las facultades discrecionales excluyen toda posibilidad de arbitrariedad. Al respecto Ver la tesis aislada *FACULTADES REGLADAS Y DISCRECIONALES. SUS DISTINTOS Matices*, emitida por el Primer Tribunal Colegiado de Circuito en materia administrativa especializado en competencia económica, radiodifusión y telecomunicaciones, Décima Época, registro no. 2008770. Adicionalmente, los tribunales han distinguido entre lo discrecional y lo caprichoso. Al respecto ver la tesis aislada *FACULTADES DISCRECIONALES*, emitida por la Segunda Sala de la Suprema Corte de Justicia de la Nación, Sexta Época, registro no. 267022.

⁹ LMV, artículo 108.

1.1.2 Oferta de Exclusión

Los citados artículos 108 de la LMV y 15 y 15 Bis de la Circular Única de Emisoras establecen que, previo a la cancelación de la inscripción de las acciones en el RNV de una empresa pública, es necesario llevar a cabo una oferta pública de adquisición dirigida a los accionistas que no tengan el control de la emisora. La ejecución de la oferta de exclusión es la norma, sin embargo, la Circular Única de Emisoras exceptúa la ejecución de la oferta de exclusión en caso de que el monto total de la oferta sea menor a 300,000 unidades de inversión (“UDIs”)¹⁰ y se constituya un fideicomiso por un periodo mínimo de seis meses, posterior a la cancelación de la inscripción, en el que se afecten los recursos necesarios para adquirir, al mismo precio en que se debiera llevar a cabo la oferta de exclusión, las acciones que sean propiedad de los accionistas minoritarios.

El plazo de la oferta de exclusión no podrá ser menor a veinte días hábiles¹¹ y deberá ser intermediada por una casa de bolsa¹². Asimismo, la oferta de exclusión deberá realizarse “cuando menos al precio que resulte mayor entre el valor de cotización¹³ y el valor contable de las acciones”¹⁴, de conformidad con la última información trimestral presentada por la emisora. Ahora bien, la propia LMV dispone que la CNBV “podrá autorizar el uso de una base distinta para la determinación del precio de la oferta de exclusión, atendiendo a la situación financiera y perspectivas de la sociedad de que se trate, siempre que se cuente con la aprobación del consejo de administración de dicha sociedad, previa opinión del comité que desempeñe funciones en materia de prácticas societarias, en la que se contengan los motivos por los cuales se estima justificado establecer un precio distinto”¹⁵ al precio que establece la LMV, dicha autorización que deberá encontrarse respaldada por el informe de un experto independiente.

La oferta de exclusión debe cumplir con una larga serie de requisitos y formalidades, propios de una oferta pública de adquisición de valores, en términos de lo previsto por el artículo 98 de la LMV y los artículos 15, 16, 18 y 20 de la Circular Única de Emisoras. Lo anterior, a pesar de

¹⁰ Equivalente a MXN\$18,763,82.10 al 25 de marzo de 2019.

¹¹ LMV, artículo 97.

¹² LMV, artículo 171.

¹³ De conformidad con el artículo 108 de la LMV será “el precio promedio ponderado por volumen de las operaciones que se hayan efectuado durante los últimos treinta días en que se hubieran negociado las acciones, previos al inicio de la oferta de exclusión, durante un periodo que no podrá ser superior a seis meses”.

¹⁴ LMV, artículo 108.

¹⁵ LMV, artículo 108.

lo próxima que pudiera resultar la oferta de exclusión a la oferta pública de adquisición original y que en la misma se hubiera revelado la intención de cancelar el registro de las acciones en el RNV de la emisora en cuestión, lo cual resulta en mayores costos para los oferentes interesados llevar a cabo un proceso de desliste y de obtener la totalidad de las acciones representativas del capital social de una empresa anteriormente pública, situación que desincentiva las operaciones de toma de control. Los exhaustivos requisitos a cumplir son los siguientes:

- i. Aprobación de la asamblea general extraordinaria de accionistas de la emisora objeto de la cancelación de la inscripción en el RNV. Como se mencionó anteriormente deberán participar todas las acciones de la emisora y se requiere el voto favorable de los titulares de acciones, con o sin derecho a voto, que representen el 95% del capital social de la emisora.
- ii. Solicitud de autorización de oferta de exclusión. De conformidad con la LMV y la Circular Única de Emisoras¹⁶ se deberá preparar una solicitud de autorización dirigida a la CNBV en la que se enlisten las características de la oferta de exclusión. La solicitud tiene como objeto la obtención de la autorización de la CNBV para proceder con la oferta de exclusión. La obtención de la autorización de la CNBV es un elemento indispensable para poder iniciar la oferta de exclusión, sin embargo, es posible hacer del conocimiento del mercado el ingreso de la solicitud de autorización de la oferta de exclusión previo a la obtención del oficio de autorización y el inicio de la oferta.
- iii. Folleto informativo. Como parte de los documentos que integran la solicitud de autorización dirigida a la CNBV, se debe presentar un folleto informativo. Se trata de un documento preparado en términos de lo dispuesto por la Circular Única de Emisoras en relación con cualquier proceso de oferta pública de adquisición de acciones, incluida una potencial oferta de exclusión. El folleto informativo debe contener, entre otros: (1) las características de la oferta, incluyendo plazo, precio, monto total de la oferta y mecánica para participar en la oferta, (2) información financiera del oferente, datos de la situación económico-financiera del oferente, principales accionistas del oferente, composición del órgano de administración y del equipo directivo del oferente y los procesos judiciales a los que se enfrenta el oferente que pudieran tener un impacto significativo sobre su negocio o situación financiera, (3) información de la relación

¹⁶ LMV, artículos 98 y 108. Circular Única de Emisoras, artículos 15, 16 y 20.

existente entre el oferente y la emisora objeto de la oferta pública de adquisición, (4) datos estadísticos de la cotización de las acciones de la emisora objeto de la oferta, los cuales deben permitir identificar el comportamiento del precio de la acción y compararlo contra el precio ofrecido, (5) condiciones a las que se encuentra sujeta la oferta y que pueden provocar la suspensión o conclusión exitosa de la misma, (6) resumen de los acuerdos previos con otros compradores, accionistas, y consejeros de la emisora relacionados con sus acciones o la oferta de exclusión, (7) intención y justificación de la operación, (8) propósitos y planes del oferente después de la consumación de la oferta pública de adquisición, (9) origen de los recursos con los que se liquidará la oferta, revelando si los mismos provendrán de un financiamiento, (10) tenencia accionaria del oferente, directa o indirecta, antes y después de la oferta, (11) posibles consecuencias de la oferta pública de adquisición, (12) divulgación de la intención de cancelar la inscripción de las acciones de la emisora en el RNV, (13) opinión del consejo de administración de la emisora objeto de la oferta pública de adquisición y, en su caso, del experto independiente respecto de la determinación del precio de la oferta, y (14) términos y condiciones del fideicomiso a ser constituido con la finalidad de adquirir, al mismo precio de la oferta de exclusión, las acciones que no hubieran formado parte de la oferta de exclusión.

El folleto informativo es la principal herramienta que tiene el tenedor de acciones de una emisora objeto de una oferta pública de adquisición para hacerse de elementos que le permitan formular una decisión para participar o no en la oferta. El contenido de los elementos del folleto informativo ha sido determinado por la CNBV, en su carácter de regulador del mercado de valores, como la base mínima de información necesaria para tomar una decisión y, en su caso, participar en una oferta pública de adquisición, incluyendo una oferta de exclusión. A su vez, el folleto informativo es el documento más extenso de la oferta de exclusión, como tal, típicamente involucra la participación del oferente y de la casa de bolsa responsable de la intermediación de la oferta, incluyendo equipos de asesores legales del oferente y del intermediario colocador. Si bien es cierto que los folletos informativos de las ofertas de exclusión, al ser preparados de forma ulterior a una oferta pública de adquisición, se apoyan en buena parte en el folleto informativo preparado para la oferta pública de adquisición inicial, o previa a la

oferta de exclusión, no por ello deja de implicar la necesidad de implementar un proceso, ineficiente, para la preparación del documento y que obliga a destinar recursos, incurrir en costos y plazos ociosos para el oferente, particularmente en aquellos casos en los que la oferta pública de adquisición previa a la oferta de exclusión se haya realizado con algunos meses de diferencia.

- iv. Opinión del consejo de administración. Los miembros del consejo de administración de la empresa pública objeto de la oferta de exclusión “deberán elaborar a más tardar al décimo día hábil posterior al inicio de la oferta de exclusión elaborar, escuchando al comité que desempeñe las funciones en materia de prácticas societarias, y dar a conocer al público inversionista a través de la bolsa en que coticen los valores de la sociedad y en los términos y condiciones que dicha bolsa establezca, su opinión respecto del precio de la oferta de exclusión y los conflictos de interés que, en su caso, tenga cada uno de los miembros respecto de la oferta”¹⁷ de exclusión. “Asimismo, los miembros del consejo de administración deberán revelar al público, la decisión que tomarán respecto de los valores de su propiedad”¹⁸, en su caso. La opinión del consejo de administración podrá, mas no deberá, estar acompañada de otra emitida por un experto independiente, conocida como *fairness opinion*, que contrate la emisora objeto de la oferta de exclusión.

La contratación del experto independiente es una herramienta que permite incentivar la participación de los accionistas minoritarios, tanto en una oferta pública de adquisición de acciones inicial como en una oferta de exclusión, toda vez que ofrece la certeza de que el precio ofrecido por la adquisición de las acciones ha sido revisado por un tercero independiente, no obstante que dichos documentos usualmente son para el beneficio del consejo de administración. Adicionalmente, la expedición de una opinión por parte de un experto independiente reduce la exposición por parte de los miembros del consejo de administración a un posible incumplimiento de sus deberes fiduciarios. Finalmente, es importante notar que tratándose de una oferta de exclusión el consejo de administración no necesita pronunciarse respecto a las bondades de proceder con la cancelación de la inscripción de las acciones en el RNV, tampoco

¹⁷ LMV, artículo 101.

¹⁸ LMV, artículo 101.

requiere pronunciarse respecto a la oferta de exclusión, pero si requiere pronunciarse respecto del precio, particularmente si se utiliza una base distinta a la prevista en el artículo 108 de la LMV.

- v. Opinión del comité de prácticas societarias. A efecto de que el consejo de administración emita su opinión sobre el precio de la oferta, se deberá escuchar al comité que desempeñe las funciones en materia de prácticas societarias. Esta opinión resulta relevante pues el comité que desempeña las funciones en materia de prácticas societarias debe estar integrado exclusivamente por consejeros independientes¹⁹.
- vi. Contrato de intermediación bursátil. Con la finalidad de que una casa de bolsa se encargue de proporcionar los servicios y gestiones necesarias para llevar a cabo la oferta de exclusión, incluyendo la concentración de posturas de venta y de acciones ofertadas, el registro en bolsa de las acciones entregadas y la liquidación de la contraprestación por las acciones ofertadas, se deberá celebrar un contrato de intermediación bursátil.
- vii. Avisos de oferta. Se deberá publicar de forma diaria, durante el plazo de la oferta, en el sistema electrónico de envío y difusión de información de la Bolsa, el aviso de la oferta pública de adquisición²⁰. Dicho aviso contiene las principales características de la oferta de exclusión.
- viii. Resultados de la oferta. Se deberá proporcionar información, a través del sistema electrónico de envío y difusión de información de la Bolsa, sobre los resultados de la oferta de exclusión.
- ix. Eventos relevantes. Se deberá hacer del conocimiento del mercado a través del sistema electrónico de envío y difusión de información de la Bolsa, los eventos relevantes relacionados el inicio de la oferta de exclusión, la conclusión de la oferta de exclusión y los resultados de la oferta de exclusión²¹.

¹⁹ LMV, artículo 25. Excepto tratándose de emisoras que sean controladas por una persona o grupo de personas que tengan el cincuenta por ciento o más del capital social, el comité de prácticas societarias se integrará, cuando menos, por mayoría de consejeros independientes siempre que dicha circunstancia sea revelada al público.

²⁰ Circular Única de Emisoras, artículo 18.

²¹ Circular Única de Emisoras, artículo 50.

1.1.3 Cancelación de la inscripción en el RNV y desliste en Bolsa

Como se estableció anteriormente, aún en caso de cumplirse los requisitos contemplados por el artículo 108 de la LMV y demás aplicables de la Circular Única de Emisoras, la facultad de autorizar la cancelación de la inscripción de las acciones de una emisora es una facultad discrecional de la CNBV. Para ello, la CNBV debe contar con los elementos necesarios para demostrar que los intereses del público inversionista han sido salvaguardados.

Desafortunadamente, no existen en México criterios claros para definir lo que significa la salvaguarda de los intereses del público, a pesar de que la LMV establece ciertos aspectos a ser considerados por la CNBV en su toma de decisión como son, “el número de inversionistas que hubieren acudido a la oferta”²², “el porcentaje del capital propiedad de tales inversionistas”²³ y “las características de los inversionistas que no acudieron a la oferta y, en caso de conocerlas, las circunstancias por las que se abstuvieron de aceptar la oferta”²⁴. En esta tesitura, los oferentes que promueven una oferta de exclusión y que tiene como fin último conseguir la cancelación en el RNV de las acciones de una empresa pública, carecen de certidumbre respecto a las seguridades que buscará la CNBV para autorizar la solicitada cancelación.

Una vez que se hubiera autorizado la cancelación de la inscripción de las acciones de una emisora en el RNV, las acciones dejarán de cotizar en la Bolsa, por lo que el desliste de la emisora tiene lugar y a partir de ese momento dicha emisora deja de ser considerada como una empresa pública.

1.1.4 Fideicomiso para la adquisición de posiciones minoritarias

De forma concurrente al desliste de las acciones de la emisora en la Bolsa, el oferente deberá constituir un fideicomiso para la adquisición de posiciones minoritarias al cual se afecten los recursos necesarios para adquirir por un periodo mínimo de seis meses, al mismo precio en que se haya llevado a cabo la oferta de exclusión, las acciones que sean propiedad de aquellos accionistas minoritarios que no hubieran participado en la oferta de exclusión y que estuvieran interesados en liquidar sus posiciones. El periodo de seis meses durante el cual se deberán

²² LMV, artículo 108, fracción II, inciso a).

²³ LMV, artículo 108, fracción II, inciso b).

²⁴ LMV, artículo 108, fracción II, inciso c).

mantener los recursos afectos al fideicomiso comenzará a correr a partir de la fecha en que ocurra la cancelación de la inscripción de las acciones de la emisora en el RNV.

1.2 Mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios en México

Las empresas públicas que han concluido exitosamente la cancelación de la inscripción de sus acciones en el RNV y, en consecuencia, sus acciones han sido deslistadas del mercado de valores en el que solían cotizar, se enfrentan a un problema que no ha sido atendido en la legislación mexicana, consistente en la permanencia en la sociedad de aquellos accionistas minoritarios que no participaron en las ofertas públicas de adquisición y que en algunas circunstancias no muestran interés alguno en ser accionistas de la sociedad.

Actualmente, la legislación mexicana no contempla una disposición que prevea la exclusión o “*squeeze-out*” de los accionistas minoritarios. Consecuentemente, las empresas públicas transformadas en sociedades privadas han recurrido al uso de ciertos mecanismos para lograr consolidar las tenencias accionarias minoritarias o dispersas. Algunas de estas alternativas que han sido usadas son el *split* inverso, el reembolso o amortización por sorteo, la reducción con consentimiento tácito y la adopción de la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión, las cuales serán descritas a continuación.

1.2.1 Split inverso

El *split* inverso consiste en la reducción del número de acciones en circulación de una sociedad sin que se afecte el importe de su capital social. El proceso para consolidar tenencias minoritarias a través del *split* inverso se efectúa mediante la reducción del número de acciones en circulación a un factor de intercambio elevado, mismo que no permite a los accionistas con posiciones minoritarias intercambiar las acciones con las que contaban al momento en el que se aprueba el *split* inverso por una nueva acción. Los accionistas cuyas posiciones no son suficientes para que les sean intercambiadas por nuevos títulos reciben una contraprestación por cada acción, dicha contraprestación es determinada por la asamblea de accionistas que aprueba la adopción del *split* inverso. Esta estrategia de exclusión de accionistas minoritarios fue empleada en 2011 en el caso de la sociedad denominada U.S. Commercial, CORP., S.A. de C.V., la cual realizó un *split*

inverso a razón de intercambio de 1 acción por cada 1,000,000 de acciones²⁵ cancelándose 645,661 acciones propiedad de accionistas minoritarios.

Si bien es cierto que la implementación de *splits* inversos no es ajena a empresas públicas, sociedades que por su naturaleza son objeto de mayor escrutinio, también lo es que la adopción de *splits* inversos con la finalidad de excluir accionistas minoritarios deja en una posición de indefensión a los accionistas minoritarios. Lo anterior, debido a que el accionista controlador de una empresa pública que ha sido deslistada cuenta con los votos necesarios para llevar a cabo la adopción del *split* inverso, sin comprometer su tenencia mayoritaria debido al enorme número de acciones de que es propietario a diferencia de los accionistas minoritarios, y para determinar el pago del reembolso dirigido a los accionistas incapaces de intercambiar sus posiciones por una nueva acción, sin que haya factores que ayuden a determinar si el monto del reembolso es razonable pues las acciones ya no son objeto de cotización y las bases establecidas en el artículo 108 de la LMV no resultan aplicables. Esta situación de igual forma es indeseable para el accionista mayoritario, pues al no haber pronunciamientos de los tribunales respecto de estos mecanismos de exclusión, la determinación del reembolso pagado por cada acción que no fue intercambiada podría ser objeto de litigio, siendo que los tribunales mexicanos no cuentan con los suficientes antecedentes judiciales sobre el tema para tener un criterio unificado o consistente, situación desfavorable para el mercado de tomas de control.

1.2.2 Reembolso o amortización por sorteo

De conformidad con los artículos 135 y 136 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, las sociedades anónimas pueden aprobar la reducción del capital social por reembolso a los accionistas o mediante la amortización con utilidades repartibles. En ambos casos, la Ley General de Sociedades Mercantiles dispone que la determinación de las acciones a ser canceladas se realizará mediante sorteo. Sin embargo, dicha ley no dispone las bases bajo las cuales deberán realizarse los sorteos, siendo la única condición que se realicen ante notario o corredor público y que sus resultados sean publicados por una sola vez.

²⁵ Aviso de Reducción de Capital de fecha 21 de diciembre de 2011, publicado en la Gaceta Oficial del Distrito Federal el 6 de enero de 2012.

La falta de determinación de bases para llevar a cabo el sorteo obliga a acudir a otros ordenamientos y criterios de interpretación. Al respecto, el Reglamento de la Ley Federal de Juegos y Sorteos, en la fracción XXII, del artículo 3 proporciona la siguiente definición de sorteo:

“Sorteo: Actividad en la que los poseedores o titulares de un boleto mediante la selección previa de un número, combinación de números o cualquier otro símbolo, obtienen el derecho a participar, ya sea de manera gratuita o mediante un pago, en un procedimiento previamente estipulado y aprobado por la Secretaría, conforme al cual se determina al azar un número, combinación de números, símbolo o símbolos que generan uno o varios ganadores de un premio;”²⁶

De dicha definición se desprende que los dos elementos esenciales de un sorteo son la existencia de un procedimiento previamente estipulado y el azar.

Adicionalmente, nuestro máximo tribunal ha reconocido la siguiente definición de sorteo: “Por sorteo, de acuerdo con el diccionario de la lengua española, debe entenderse el acto de someter a personas o cosas al resultado de medios fortuitos.”²⁷

De lo anterior se concluye que en un sorteo el resultado no debe estar determinado por la destreza, experiencia o conocimiento, de los participantes, sino por lo fortuito. En consecuencia, el resultado no debe estar sujeto a la voluntad o el control de los participantes.

Esta alternativa puede ser empleada como estrategia de exclusión de accionistas minoritarios en una sociedad que recientemente se haya convertido en sociedad privada, debido a que el número de acciones con el que cuentan las empresas públicas es usualmente muy elevado, y un accionista controlador podría someterse a un sorteo de cancelación. Sin embargo, toda vez que la cancelación de acciones implica una reducción del capital, los acreedores de la sociedad pueden oponerse a la reducción.

Los riesgos a los que se podría enfrentar una sociedad al implementar esta estrategia de exclusión de posiciones minoritarias consisten, entre otros, en que el accionista mayoritario podría sufrir una erosión en su posición accionaria debido a que los sorteos atienden a reglas de

²⁶ Reglamento de la Ley Federal de Juegos y Sorteos, artículo 3, fracción XXII.

²⁷ Ver la tesis aislada *SORTEO, NOCIÓN DEL TÉRMINO*, emitida por la Primera Sala de la Suprema Corte de Justicia de la Nación, Sexta Época, registro no. 260979.

probabilidad, litigios por la determinación de las bases del sorteo y la oposición por parte de los acreedores para llevar a cabo la reducción del capital social que es inherente a la cancelación por reembolso.

1.2.3 Reducción con consentimiento tácito

La reducción con consentimiento tácito constituye una variante de la reducción de capital social, en la que participan todos los accionistas, salvo por aquellos que, de manera fehaciente, expresen su deseo de no participar en la reducción de capital social, es decir, se entiende que los accionistas que no hayan manifestado su intención de no participar en la reducción consienten a participar en la reducción de capital social. Esta estrategia de exclusión permite que las posiciones de aquellos accionistas minoritarios, pasivos y sin involucramiento en el gobierno corporativo de la sociedad sean eliminadas, consolidando la tenencia mayoritaria del accionista de control.

Esta estrategia de exclusión fue implementada en el pasado por una empresa pública que se transformó en empresa privada posterior a la realización de un proceso de oferta pública de adquisición, previo a la constitución del fideicomiso para la adquisición de posiciones minoritarias, con la autorización de la CNBV. Dicha estrategia fue implementada por Consorcio Aeroméxico, S.A.B. de C.V. (BMV: AMEXICO) y autorizada por la CNBV según consta en los documentos de dicha oferta pública de adquisición. Para efectos ejemplificativos se transcriben ciertas secciones relevantes del folleto informativo de la oferta pública de adquisición en relación con la reducción de capital implementada:

Reducción de Capital Simultánea: La operación descrita en este Folleto Informativo contempla la realización tanto de la presente Oferta como de la Reducción de Capital. Conforme a los términos de la Reducción de Capital, a las 72 (setenta y dos) horas hábiles siguientes al día hábil siguiente la Fecha de Vencimiento, se reembolsarán acciones representativas del capital social de Consorcio Aeroméxico al Valor de Reembolso (según se define más adelante), que es idéntico al Precio de Compra. En este sentido, a los accionistas de Consorcio Aeroméxico que no notifiquen fehacientemente al Oferente, a Consorcio Aeroméxico y al Intermediario su deseo de no participar en la

Reducción de Capital conforme al procedimiento que se dé a conocer para tales efectos, les serán reembolsadas sus Acciones al Valor de Reembolso una vez llevada a cabo la Reducción de Capital. Para una descripción más detallada de la Reducción de Capital, ver la Sección 10. “Propósitos y Planes” del presente Folleto Informativo.²⁸

“Reducción de Capital” significa **la reducción del capital social de Consorcio Aeroméxico mediante reembolso a los accionistas de sus Acciones, al Valor de Reembolso, respecto de aquellos accionistas de Consorcio Aeroméxico que no acepten la Oferta ni notifiquen fehacientemente al Oferente, a Consorcio Aeroméxico y al Intermediario su deseo de no participar en la Reducción de Capital.**”²⁹

“Simultáneamente a la consumación de la Oferta, se pretenden llevar a cabo los actos jurídicos necesarios para consumir la Reducción de Capital. A tal efecto, Consorcio Aeroméxico convocará a la celebración de una Asamblea General Extraordinaria de Accionistas para aprobar dicha Reducción de Capital. **El Valor de Reembolso será idéntico al Precio de Compra. Una vez concluida la Oferta y de manera simultánea con la liquidación de la misma, Consorcio Aeroméxico reembolsará las Acciones de los accionistas de Consorcio Aeroméxico que no hayan participado en la Oferta y que no hayan manifestado de forma fehaciente a Consorcio Aeroméxico, al Oferente y al Intermediario su intención de no participar en la Reducción de Capital,** con lo que se busca que la tenencia accionaria del Oferente en Consorcio Aeroméxico represente la totalidad (menos una Acción) del capital social de Consorcio Aeroméxico inmediatamente después de consumada esta Oferta y la Reducción de Capital.”³⁰

Una vez que se autoriza la reducción de capital con consentimiento tácito y se observan las formalidades propias de una reducción de capital en términos de la LGSM, los otrora accionistas

²⁸ Folleto Informativo preparado por Banco Nacional de México, S.A., integrante del Grupo Financiero Banamex, División Fiduciaria, como fiduciario del fideicomiso número 16093-6 en relación con la oferta pública de compra de acciones representativas del capital social de Consorcio Aeroméxico, S.A.B. de C.V. de fecha 23 de noviembre de 2007, Sección Portada.

²⁹ Ibid, Glosario de Términos y Definiciones.

³⁰ Ibid, Sección 10. “Propósitos y Planes”.

cuyas acciones han resultado amortizadas tendrán una cuenta por cobrar en contra de la Sociedad, misma que en términos de lo dispuesto por el artículo 1046 del Código de Comercio prescribirá en un plazo de 10 años. Al igual que los mecanismos desarrollados anteriormente, la reducción con consentimiento tácito deja en una situación desfavorable y ajena a derecho a aquellos accionistas pasivos que no se manifestaron en contra de la misma. Lo anterior debido a que se logra convertir el derecho de propiedad sobre acciones, que no puede prescribir en favor de la sociedad, pues las sociedades anónimas no pueden adquirir acciones propias en cuentas por cobrar pagaderas por la sociedad.

1.2.4 Adopción de la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión

De conformidad con la LMV, la adopción de la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión puede ser implementada como estrategia de exclusión de accionistas minoritarios pues permite que aquellos accionistas que voten en contra de la adopción de dicha modalidad puedan ejercer su derecho de separación, al valor contable de las acciones³¹, y que los estatutos sociales incluyan disposiciones expresas de exclusión de accionistas³². Este mecanismo de exclusión puede funcionar de forma tal que en un primer momento la asamblea que acuerde la adopción de la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión, como parte de sus resoluciones, disponga que aquellos accionistas que no voten a favor de la adopción de la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión, se entenderá que votan en contra y, por lo tanto, que ejercen el derecho de separación, al valor contable de la acción, que les otorga la LMV y en un segundo momento se adopten dentro de los estatutos sociales disposiciones que permitan la exclusión de otros accionistas con la finalidad de excluir aquellos accionistas minoritarios que hubieren votado a favor de la conversión de la sociedad y no hubieran sido excluidos en un primer momento.

Existe evidencia de que este mecanismo ha sido considerado por algunas empresas públicas durante el proceso de cancelación de la inscripción de sus acciones en el RNV, tal es el caso de las otrora emisoras Teléfonos de México, S.A.B. de C.V. y Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. Lo anterior, según se desprende de la información contenida en los folletos informativos de sus

³¹ LMV, artículo 12.

³² LMV, artículo 13, fracción II.

ofertas de exclusión, de los cuales, para efectos ejemplificativos, se transcriben ciertas secciones relevantes:

Teléfonos de México, S.A.B. de C.V.

“Planes para TELMEX

Al concluir la Oferta, AMX y/o TELMEX podrían tomar diversas determinaciones con relación a TELMEX, entre otros, podrían someter a la consideración de la asamblea de accionistas de TELMEX, la conveniencia de aumentar o reducir el capital social de TELMEX, fusionarla con AMX o con cualquiera de sus afiliadas o llevar a cabo cualquier otro proceso de reorganización y/o reestructura societaria, en consistencia con las disposiciones legales aplicables. Entre otros, AMX podría someter a consideración de la asamblea de accionistas de TELMEX, la conveniencia de que **TELMEX adopte la modalidad de sociedad anónima de capital variable**, sociedad de responsabilidad limitada de capital variable o sociedad anónima promotora de inversión de capital variable, otorgando, en este último caso, el **derecho a los accionistas que se opongan de obtener el reembolso de sus acciones de TELMEX al valor contable de éstas e, incluso, de adoptar en sus estatutos sociales estipulaciones que prevean causales de exclusión de socios** u otras estipulaciones de las previstas en el artículo 13 de la LMV. Ni AMX ni TELMEX han tomado aún decisiones definitivas a este respecto y no pueden asegurar que las tomen en uno u otro sentido o si, de tomarlas, a qué términos y condiciones las sujetaría.”³³

³³ Folleto Informativo preparado por América Móvil, S.A.B. de C.V. en relación con la oferta pública de adquisición de acciones representativas del capital social de Teléfonos de México, S.A.B. de C.V. de fecha 25 de octubre de 2012, Sección 11. “Propósitos y Planes”.

Grupo Modelo, S.A.B. de C.V.

“b) Tipo Societario, Gobierno Corporativo y Derechos de los Accionistas
...”³⁴

“A partir de la fecha de cancelación del registro de las Acciones de Grupo Modelo en el RNV, **Grupo Modelo adoptará la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión de capital variable** y, por tanto los accionistas dejarán de gozar de los derechos que confiere la LMV a los accionistas de las sociedades anónimas bursátiles. Mientras Grupo Modelo sea una sociedad anónima promotora de inversión, los Accionistas gozarán de los derechos que les confieren los estatutos de Grupo Modelo, según sean modificados de tiempo en tiempo, y los que otorga la LMV a los accionistas de este tipo de sociedades, específicamente los señalados en el artículo 16 de dicha LMV, en el entendido, no obstante, que en cualquier momento después de la cancelación del registro de sus Acciones en el RNV, Grupo Modelo podrá adoptar la modalidad de una sociedad anónima, o transformarse en una sociedad de responsabilidad limitada, sociedad en nombre colectivo, sociedad en comandita simple o por acciones y, en general, adoptar cualquier otro tipo societario permitido por la Ley, en cuyo caso los derechos y obligaciones de los Accionistas de Grupo Modelo pueden variar significativamente.”³⁵

“Al ser una sociedad anónima promotora de inversión, Grupo Modelo podrá, entre otras, modificar sus estatutos sociales a efectos de establecer además de lo dispuesto en el artículo 13 de la LMV: (i) restricciones, de cualquier naturaleza, a la transmisión de propiedad de o derechos sobre las acciones de una misma serie o clase representativas del capital social, distintas a lo que se prevé en el artículo 130 de la LGSM; (ii) **causales de exclusión de socios o para ejercer derechos de separación, de retiro, o bien para amortizar acciones, en adición**

³⁴ Folleto Informativo preparado por Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. en relación con la oferta pública de adquisición de acciones representativas del capital social de Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. de fecha 3 de agosto de 2015, Sección 10. “Propósitos y Planes”.

³⁵ Folleto Informativo preparado por Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. en relación con la oferta pública de adquisición de acciones representativas del capital social de Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. de fecha 3 de agosto de 2015, Sección 10. “Propósitos y Planes”.

a lo dispuesto en la LGSM, así como el precio o las bases para su determinación; y/o (iii) la emisión de acciones distintas de las señaladas en los artículos 112 y 113 de la LGSM que: a) no confieran derecho de voto o que el voto se restrinja a algunos asuntos; b) otorguen derechos sociales no económicos distintos al derecho de voto o exclusivamente el derecho de voto; c) limiten o amplíen el reparto de utilidades u otros derechos económicos especiales, en excepción a lo dispuesto en el artículo 17 de la LGSM y d) confieran el derecho de veto o requieran del voto favorable de uno o más accionistas, respecto de las resoluciones de la asamblea general de accionistas.”³⁶

El mecanismo de exclusión de accionistas minoritarios descrito en este apartado nuevamente deja en una posición desfavorable a aquellos accionistas que no acudieron a la oferta de exclusión, pues en caso de ser separados mediante una negativa tácita, el valor al que se pagarían sus acciones sería el contable, valor que puede ser menor al de la oferta de exclusión, y en caso que los accionistas minoritarios subsistan a la adopción de la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión, el accionista de control podría reformar los estatutos para incluir disposiciones que le permitan excluir a los accionistas minoritarios sobre las bases que dicho accionista mayoritario considere conveniente y adopte en estatutos sociales. De tal forma que los accionistas minoritarios pueden ser objeto de la “tiranía” del accionista que ejerza el control y detente la mayor parte del capital de la sociedad, sin que cuenten con mecanismos para asegurar una compensación justa en caso de que se les excluya de la sociedad.

³⁶ Folleto Informativo preparado por Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. en relación con la oferta pública de adquisición de acciones representativas del capital social de Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. de fecha 3 de agosto de 2015, Sección 10. “Propósitos y Planes”.

Capítulo II – Regulación de los mecanismos de *squeeze out* en la Unión Europea

El presente capítulo analiza la regulación aplicable a los mecanismos con los que cuentan los accionistas mayoritarios de una sociedad, cuyos valores representativos del capital social se encuentren admitidos para su negociación en un mercado de valores, para excluir a los accionistas que cuentan con una posición minoritaria dentro de la misma, es decir los *squeeze-outs*, posterior a la conclusión de un proceso de oferta pública de adquisición, mediante la cual un oferente adquiera un porcentaje elevado del capital social de una empresa pública, en ciertos países miembros de la Unión Europea. El análisis se realiza abordando de forma inicial la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (la “Directiva Europea”), y posteriormente, las normas adoptadas por ciertos estados miembro, incluyendo el Reino de Dinamarca, el Reino Unido de la Gran Bretaña e Irlanda del Norte y el Reino de España. Lo anterior tomando en consideración que el fin primario de la Directiva Europea es “facilitar el uso de tomas de control y, en consecuencia, promover la eficiencia en general del mercado de toma de control corporativo”³⁷.

En este capítulo no se analizará el proceso de desliste de las empresas públicas en la Unión Europea. Lo anterior, debido a que la Directiva Europea no requiere como condición *sine qua non* el desliste de una empresa pública para que el accionista controlador pueda ejercer el *squeeze-out* contemplado por la Directiva Europea, es decir, contrario a la experiencia mexicana, la implementación de un proceso de exclusión de accionistas minoritarios es independiente de que se desliste una empresa pública, pues el ejercicio del *squeeze-out* está desasociado del desliste de una empresa pública, aun cuando esta sea la finalidad última de ejercer un *squeeze-out*, y depende únicamente de la concentración de tenencia accionaria lograda mediante la ejecución de una oferta pública de adquisición.

2.1 ¿Porque la Unión Europea?

La elección de analizar el marco normativo aplicable a los *squeeze-outs* dentro de la Unión Europea se justifica debido a que algunos de sus mercados de valores se encuentran dentro de

³⁷ Martina Pechackova, “Regulation of Takeovers in the European Union and in the United Kingdom: Does the Purpose of Regulation Outweigh the Importance of Methods?”. Junio de 2011 (traducción propia). Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1861488> (consultado el 8 de febrero de 2019). p.1.

los diez más importantes a nivel mundial y la Directiva Europea ha sido adoptada en las legislaciones de los Estados miembros, integrados tanto por países de tradición de derecho civil y como de tradición de *Common Law*.

Al cierre de 2017, dos de las bolsas de valores más grandes del mundo, considerando la capitalización de mercado de las empresas listadas en las mismas, tenían sede en la Unión Europea y, al cierre de 2016, tres de las diez bolsas de valores más grandes del mundo tenían sede en la Unión Europea³⁸.

Asimismo, la pluralidad de Estados que componen la Unión Europea, los cuales se encuentran obligados a observar la Directiva Europea, permite encontrar sistemas legales³⁹ que sean similares o más cercanos al nuestro, a diferencia de la perenne referencia en materia bursátil al sistema legal de los Estados Unidos de América, sistema con el que tenemos profundas diferencias, tanto en el funcionamiento del sistema legal, como en la estructura de los mercados de capitales, y el cual regula mercados de valores donde la tenencia accionaria en buen número de casos se encuentra pulverizada, a diferencia de nuestros mercados de valores, donde la tenencia accionaria se encuentra sumamente concentrada.

2.2 Definición

Los mecanismos para la implementación de procesos de exclusión de accionistas minoritarios, conocidos también dentro de la doctrina estadounidense, o de la jerga financiera, como *squeeze-outs* o *freeze-outs*, se definen como las “técnicas para eliminar o reducir las posiciones minoritarias dentro de una empresa, los cuales pueden tener lugar en una variedad de contextos, como son las *going private transactions*, en los que los accionistas minoritarios pueden ser obligados a aceptar efectivo por sus acciones, mientras que los accionistas mayoritarios retienen sus acciones”⁴⁰.

³⁸ Con base en una comparación de la capitalización de mercado al 31 de diciembre de 2017 y al 31 de diciembre de 2016. Datos obtenidos de la *World Federation of Exchanges (WEF Annual Statistics Guide 2017 y WEF Annual Statistics Guide 2016)* y en los datos de la *London Stock Exchange (Main market factsheet December 2016 y Main market factsheet December 2017)*.

³⁹ Entiéndase por sistema legal la definición de Lawrence M. Friedman contenida en Friedman, Lawrence M. *The Legal System: A Social Science Perspective*. Reimpresión, Junio 1987. New York: Russell Sage Foundation, 1975.

⁴⁰ Robert Hamilton, *The Law of Corporations*, quinta edición (St. Paul, Minn: West Group, 2000), p.668.

El objetivo de los *squeeze-outs* consiste en “la centralización de la totalidad del capital en una sola mano. Y el instrumento también es siempre el mismo: la “expropiación” de los minoritarios que tiene lugar a través de la sustitución forzosa de su derecho de participación por una compensación en metálico”⁴¹. A través de la implementación de los *squeeze-outs*, las personas interesadas en deslistar una empresa pública cuentan con la certeza de que al concluir un proceso de oferta pública de adquisición de acciones, sujeto a que se cumplan ciertas condiciones, podrán concentrar la totalidad de las acciones de dicha empresa pública y que no tendrán que tratar con accionistas minoritarios.

2.3 *Squeeze-outs* en la Directiva Europea

La Directiva Europea dispone que “los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para permitir que todo oferente que haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, pueda exigir a los titulares de los valores restantes que le vendan dichos valores. Del mismo modo, cuando un oferente haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, los titulares de los valores restantes deben tener la posibilidad de obligarle a comprar dichos valores”⁴². Para efectos de lo anterior, el artículo 15 de la Directiva Europea consigna como mecanismo de *squeeze-out* el derecho de venta forzosa, mismo que a continuación se transcribe:

“Artículo 15”⁴³

“Venta forzosa”⁴⁴

1. “Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, se apliquen las disposiciones contempladas en los apartados 2 a 5.”⁴⁵

⁴¹ Paz-Ares, Cándido. 2003. Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 91. P. 90.

⁴² Unión Europea. Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición. Diario Oficial de la Unión Europea L 142, 30 DE ABRIL DE 2004, p.14, numeral (24).

⁴³ Directiva Europea, artículo 15

⁴⁴ Directiva Europea, artículo 15

⁴⁵ Directiva Europea, artículo 15

2. “Los Estados miembros velarán por que un oferente pueda exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio justo. Los Estados miembros establecerán este derecho en una de las situaciones siguientes:”⁴⁶

a) “cuando el oferente posea valores que representen al menos el 90 % del capital que confiere derechos de voto y el 90 % de los derechos de voto de la sociedad afectada,

o”⁴⁷

b) “cuando haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90 % del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90 % de los derechos de voto incluidos en la oferta.”⁴⁸

“En el caso contemplado en la letra a), los Estados miembros podrán fijar un umbral más elevado que, no obstante, no podrá ser superior al 95 % del capital que confiera derechos de voto y al 95 % de los derechos de voto.”⁴⁹

3. “Los Estados miembros establecerán normas que permitan calcular cuándo se alcanza el umbral.”⁵⁰

“Cuando la sociedad afectada posea varias clases de valores, los Estados miembros podrán establecer que la venta forzosa pueda reclamarse solamente en la clase en la que se haya alcanzado el umbral fijado en el apartado 2.”⁵¹

4. “El oferente podrá reclamar la venta forzosa en un plazo de tres meses tras el final del plazo de aceptación de la oferta a que se refiere el artículo 7.”⁵²

5. “Los Estados miembros velarán por que se garantice un precio justo. Dicho precio deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta o realizarse en efectivo. Los Estados miembros podrán determinar que el efectivo se ofrezca al menos como alternativa.”⁵³

⁴⁶ Directiva Europea, artículo 15

⁴⁷ Directiva Europea, artículo 15

⁴⁸ Directiva Europea, artículo 15

⁴⁹ Directiva Europea, artículo 15

⁵⁰ Directiva Europea, artículo 15

⁵¹ Directiva Europea, artículo 15

⁵² Directiva Europea, artículo 15

⁵³ Directiva Europea, artículo 15

“En caso de oferta voluntaria, en los casos contemplados en las letras a) y b) del apartado 2, la contraprestación de la oferta se presumirá justa si el oferente ha adquirido, tras la aceptación de la oferta, valores que representen al menos el 90 % del capital que confiera derechos de voto objeto de la oferta.”⁵⁴

“Tras una oferta obligatoria, la contraprestación de dicha oferta se considerará justa.”⁵⁵

De conformidad con el derecho comunitario y con la propia Directiva Europea, dicha regulación tiene como objetivo establecer un marco de regulación mínima que deberán adoptar los Estados miembros de la Unión Europea respecto de las ofertas públicas de adquisición y, en el particular que concierne a esta tesina, de la implementación de los *squeeze-outs*, a la vez que pretende “homogeneizar la regulación en la Unión Europea”⁵⁶.

2.3.1 Modelos de squeeze-out en la Directiva Europea

De conformidad con el artículo transcrito anteriormente, la Directiva Europea establece la obligación de los Estados miembros de incorporar a sus marcos normativos el derecho de venta forzosa para el caso de que un oferente obtenga, posterior a la consumación de una oferta pública de adquisición, voluntaria o forzosa, dirigida a todos los tenedores de las acciones en circulación de una empresa pública, cierto porcentaje del capital social y de los derechos de voto de dicha empresa pública. Por virtud de dicho derecho de venta forzosa, los oferentes, sujeto a que alcancen los umbrales establecidos en los marcos normativos relevantes, podrán obligar a los accionistas minoritarios que no participaron en la oferta pública de adquisición a venderles sus acciones a cambio de una contraprestación. Para tales efectos la Directiva Europea faculta a los Estados miembros a optar por dos modelos de regulación para la implementación del derecho

⁵⁴ Directiva Europea, artículo 15

⁵⁵ Directiva Europea, artículo 15

⁵⁶ Roqueiro Aparicio, *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*, (CNMV, 2007). Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf (consultado el 8 de febrero de 2019), p.31.

de venta forzosa, los cuales han sido denominados por la academia como *squeeze-out* de “umbral único” y *squeeze-out* de “mayoría de la minoría”.⁵⁷

El modelo de “umbral único” faculta a los oferentes a ejercer el derecho de venta forzosa en caso de que, posterior a la consumación de una oferta pública de adquisición: (i) posean valores representativos de al menos el 90%⁵⁸ del capital social con plenos derechos de voto de la empresa pública objetivo, y (ii) posean el 90%⁵⁹ de los derechos de voto de la empresa pública objetivo. Bajo este modelo, el nivel de aceptación de la oferta pública de adquisición por parte de los accionistas minoritarios deja ser relevante siempre y cuando el oferente logre alcanzar los porcentajes establecidos por la legislación local, por lo que los accionistas minoritarios pueden ser excluidos, aún en caso de que la mayoría de los mismos no hubiesen participado en la oferta pública de adquisición por virtud de la cual el oferente quedo facultado a ejercer el derecho de venta forzosa.

El modelo de “mayoría de la minoría” faculta a los oferentes a ejercer el derecho de venta forzosa en caso de que, posterior a la consumación de una oferta pública de adquisición: (i) posean valores representativos de al menos el 90% del capital social de la empresa pública objetivo, y (ii) adquieran el 90% de los derechos de voto objeto de la oferta pública de adquisición. En este modelo, el oferente solo podrá ejercer el derecho de venta forzosa en el caso en que el 90% de las acciones con derecho de voto objeto de la oferta hubieran sido adquiridas en la misma, por lo que el consentimiento de los accionistas que poseen al menos el 90% de los derechos de voto objeto de la oferta, manifestado a través de la participación en la oferta pública de adquisición, se constituye como condición sine qua non para el ejercicio del derecho. Lo anterior debido a que a pesar de que el oferente adquiera más del 90% del capital social de la empresa pública objetivo, si no consigue la aceptación de la oferta por parte de los tenedores del 90% de los derechos voto objeto de la oferta pública de adquisición, no será capaz de ejercer el derecho de venta forzosa y en consecuencia no podrá excluir a los accionistas minoritarios.

⁵⁷ Para más información al respecto ver Ventoruzzo, Marco, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals.” *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, No. 4, 2010. 2010. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019).

⁵⁸ Los distintos Estados miembros pueden elevar este umbral hasta el 95% en términos de lo dispuesto por el último párrafo del numeral 2. del artículo 15 de la Directiva Europea

⁵⁹ Los distintos Estados miembros pueden elevar este umbral hasta el 95% en términos de lo dispuesto por el último párrafo del numeral 2. del artículo 15 de la Directiva Europea

Adicionalmente, la Directiva Europea permite que los Estados miembros incorporen el derecho de venta forzosa dentro de su marco normativo de forma segmentada cuando una empresa pública tenga más de una serie de valores listada en una bolsa de valores, permitiendo que un oferente ejerza el derecho de venta forzosa únicamente en la serie de acciones en la que hubiera alcanzado los umbrales previstos en el modelo de regulación adoptado por el país miembro en cuestión.

2.3.2 *Contraprestación por el ejercicio del Derecho de Venta Forzosa*

En términos de lo dispuesto por la Directiva Europea, la contraprestación que deberá ser pagada a los accionistas minoritarios de una empresa pública respecto de los cuales se ejerza el derecho de venta forzosa deberá ser justa⁶⁰. Adicionalmente, la forma de pago de la contraprestación por acción deberá ser la misma que la ofrecida en la oferta pública de adquisición que dio lugar al ejercicio del derecho de venta forzosa, es decir si se ofreció efectivo como contraprestación, deberá pagarse en efectivo, o si se ofrecieron acciones de otra empresa, deberá pagarse con acciones de dicha empresa.

Respecto al pago de contraprestación justa, la Directiva Europea establece como presunción de contraprestación justa: (i) la pagada en una oferta pública de adquisición forzosa, debido a que la normativa establece un piso mínimo consistente en el precio más elevado que el oferente haya pagado por las acciones objeto de la oferta durante un periodo de tiempo anterior a la oferta que puede ir de seis a doce meses, dependiendo de lo establecido en la legislación nacional de cada Estado miembro, y (ii) la pagada en una oferta pública de adquisición voluntaria en la que el oferente adquiriera el 90% del capital social que confiera derechos voto objeto de la oferta.

Al establecer como contraprestación para el ejercicio del derecho de venta forzosa aquella que se considere justa, que en la mayor parte de los casos será la de ofertas públicas de adquisición forzosas exitosas que permitan deslistar a una empresa pública, se evita que los accionistas minoritarios incurran en comportamientos oportunistas, de *free riders*, al tratar, cualquier accionista minoritario, de obtener ventaja de su posición exigiendo un precio mayor al ofertado para vender sus acciones. De esta manera la Directiva Europea logra abatir la ineficiencia causada por este comportamiento.

⁶⁰ Artículo 15, numeral 5 de la Directiva Europea.

Sin embargo, debido a que el pago de la contraprestación por el ejercicio del derecho de venta forzosa se da con posterioridad al pago de la contraprestación por participar en la oferta pública de adquisición, la Directiva Europea no toma en consideración que la contraprestación no se encuentra expresada a valor presente, pues no tiene el mismo valor una contraprestación pagada hoy que el que tendrá la misma contraprestación pagada par de semanas después.⁶¹

2.3.3 Ejercicio del Derecho de Venta Forzosa

La Directiva Europea establece que la temporalidad para el ejercicio del derecho de venta forzosa por parte del oferente será de tres meses, contado a partir de la conclusión del periodo de la oferta pública de adquisición que facultó al oferente a ejercer dicho derecho.

2.4 Derecho de compra forzosa

En adición a la incorporación del derecho de venta forzosa como mecanismo de *squeeze-out*, la Directiva Europea contempla un derecho simétrico al derecho de venta forzosa analizado en las secciones anteriores, consistente en un derecho de compra forzosa otorgado a los accionistas minoritarios que no han acudido a una oferta pública de adquisición. Este derecho de compra forzosa “representa el otro lado de la moneda al derecho de venta forzosa”⁶², y permite a los accionistas minoritarios, que no acudieron a una oferta pública de adquisición, que sus acciones sean compradas a un precio justo, en las mismas condiciones en que el oferente que tuviera derecho a implementar una venta forzosa lo pudiera hacer. La temporalidad para el ejercicio del derecho de compra forzosa es la misma que para el ejercicio del derecho de venta forzosa, es decir tres meses. “Esta norma está diseñada para empoderar a los minoritarios”⁶³ de forma tal que reduce la presión de los accionistas minoritarios para que participen en la oferta pública de adquisición debido a que posterior a la conclusión de una oferta pública de adquisición, la

⁶¹ Marco Ventoruzzo, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals,” *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, No. 4, 2010 (traducción propia) (2010). Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019), p. 44.

⁶² Marco Ventoruzzo, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals,” *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, No. 4, 2010 (traducción propia). 2010. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019), p. 44, cita 145.

⁶³ *Idem*.

decisión de comprar o vender las acciones al mismo valor que el de la oferta depende tanto del oferente como de los accionistas minoritarios, y que evita que los accionistas minoritarios tengan que mantenerse a futuro como accionistas de una sociedad en la que su participación, debido al porcentaje de tenencia, sea irrelevante.

2.5 La implementación de la Directiva Europea en Estados miembro

La implementación del derecho de venta forzosa dentro de los marcos normativos de los Estados miembros puede ser clasificada entre estados que han adoptado el modelo de “umbral único”, “mayoría de la minoría” o doble umbral. A su vez los Estados miembros que han adoptado el modelo de “umbral único” pueden ser clasificados entre aquellos que han establecido el umbral, para el ejercicio del derecho de venta forzosa, en la posesión del 90% del capital social con plenos derechos de voto de la empresa pública objetivo, y del 90% de los derechos de voto de la empresa pública objetivo, el “umbral único de 90%” o aquellos que han establecido el umbral único en 95 %, el “umbral único de 95%”.

Un ejemplo de Estado miembro que ha adoptado el modelo de “umbral único” es el Reino de Dinamarca, fijando el umbral en el 90%. De conformidad con la Ley Danesa de Compañías de Responsabilidad Limitada Públicas y Privadas, el tenedor de nueve décimas partes de las acciones de una compañía y de los respectivos derechos de voto, podrá exigir que el resto de los accionistas de la compañía transfieran sus acciones al accionista mayoritario⁶⁴. Esta disposición resulta aplicable tanto a empresas públicas como privadas. Adicionalmente, para la determinación del precio, en complemento a lo previsto en la Directiva Europea, la Ley Danesa de Compañías de Responsabilidad Limitada Públicas y Privadas, establece que en caso de que un accionista minoritario lo solicite, la determinación del precio de ejercicio del derecho de venta forzosa la haga un experto⁶⁵.

El modelo de umbral de “mayoría de la minoría” ha sido adoptado, entre otros por el Reino Unido de la Gran Bretaña e Irlanda del Norte⁶⁶. En términos de lo dispuesto por la Ley de Compañías de 2006, en caso de que un oferente haya, por virtud de las aceptaciones de la oferta, adquirido o se haya obligado incondicionalmente a adquirir: (a) no menos del 90% del valor de

⁶⁴ Ley de Compañías de Responsabilidad Limitada Públicas y Privadas del Reino de Dinamarca, artículo 70(1)

⁶⁵ Ley de Compañías de Responsabilidad Limitada Públicas y Privadas del Reino de Dinamarca, artículo 71(1)

⁶⁶ Estado miembro de la Unión Europea a la fecha de elaboración de la presente tesina.

las acciones objetivo de la oferta, y (b) en caso de que las acciones objetivo de la oferta tengan derechos de voto, no menos del 90% de los derechos de voto que tienen aparejadas dichas acciones, podrá notificar al tenedor de cualesquiera acciones a las que la oferta pública de adquisición se dirigía y que el oferente no haya adquirido o se haya obligado incondicionalmente a adquirir, su intención de adquirir dichas acciones con la finalidad de ejercer su derecho de venta forzosa⁶⁷. Asimismo, en adición a las disposiciones de la Directiva Europea, la Ley de Compañías de 2006 faculta a los accionistas minoritarios a solicitar el pago de una contraprestación distinta en caso de que demuestren en corte que el precio contenido en la oferta de compra es injusto⁶⁸.

El modelo de doble umbral ha sido adoptado por estados miembros como el Reino de España. Conforme a lo previsto por la Ley 6/2007, se establece que quien, como resultado de haber formulado una oferta pública de adquisición, sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital con derechos de voto y la oferta hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto a los que se hubiere dirigido la oferta y que son distintos de aquellos que pudieran obrar, previo a la oferta, en propiedad del oferente⁶⁹. Este modelo de doble umbral exige no solo la adquisición del 90% del capital con derechos de voto sino también que dicho capital represente a su vez una determinada proporción de las aceptaciones de la oferta. Esta modalidad “dificultará la aplicación del indicado mecanismo cuando el oferente, antes de formular la oferta, ya disponga de una participación de una participación significativa en la compañía afectada”⁷⁰.

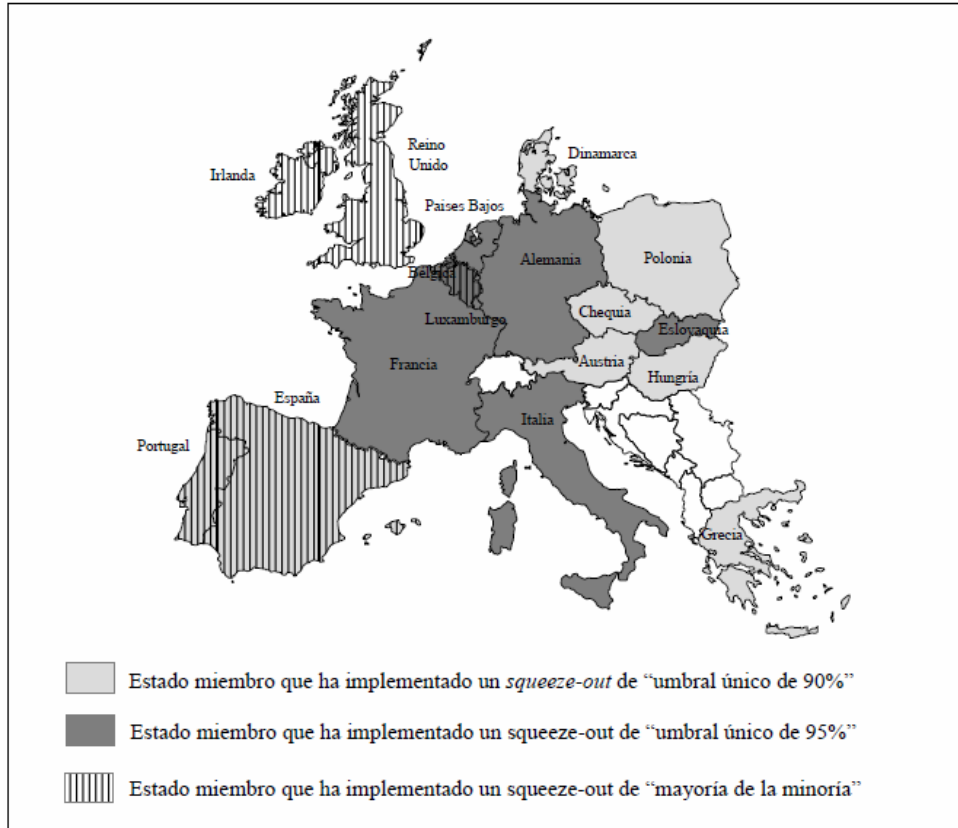
Finalmente, el siguiente mapa muestra la implementación de ciertos Estados miembros de la Directiva Europea y los modelos que han adoptado para la implementación del derecho de venta forzosa:

⁶⁷ Ley de Compañías de 2006 del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, sección 979 (2).

⁶⁸ Ley de Compañías de 2006 del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, sección 979 (4).

⁶⁹ Ley 6/2007 del Reino de España, artículo 47.

⁷⁰ Circular Informativa “Reforma de la Ley del Mercado de Valores para la transposición al derecho español de la Directiva de OPAs” publicado por Uria Menéndez en abril de 2007, disponible en: https://www.uria.com/documentos/circulares/160/documento/761/mer_Abr07esp.htm?id=761.



Fuente: Ventoruzzo, Marco, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals.” *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, No. 4, 2010 (traducción propia). 2010. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019).⁷¹

⁷¹ Los únicos datos corroborados a la fecha de elaboración de la presente tesina son los relativos al Reino de Dinamarca, al Reino Unido de la Gran Bretaña e Irlanda del Norte y al Reino de España.

Capítulo III – Análisis de racionalidad de la inserción de la figura del *squeeze-out* en México

El presente capítulo analiza la conveniencia de la inclusión dentro del marco normativo mexicano de un mecanismo de *squeeze-out*, implementado como un derecho de venta forzosa, similar al previsto por la Directiva Europea. Para determinar la conveniencia de la inclusión de un derecho de venta forzosa se analiza la racionalidad económica y jurídica. Finalmente se propone una reforma a la Ley del Mercado de Valores a efecto de incluir dicho derecho de venta forzosa.

3.1 Racionalidad económica de la inclusión del *squeeze-out*

La validez de la aplicación de términos y herramientas económicas para el estudio del derecho se funda en la imperante necesidad de volver a la regulación mercantil lo más eficiente posible en la consecución de su objetivo o fin último. Teniendo en consideración que el derecho mercantil es una rama del derecho que toma como concepto fundamental la noción económica del comercio, que la naturaleza del mismo es privada y no pública y que la sujeción a la normatividad emanada del derecho mercantil es voluntaria, pues nadie obliga a nadie a comerciar, el fin último del mismo sólo puede ser la maximización del beneficio de los inversionistas, principales actores, sujetos a dicho régimen; más allá de nociones de redistribución de la riqueza, justicia y equidad que prevalecen en otras ramas de derecho como bien puede ser la penal puesto que “los actores dentro del derecho mercantil no son candidatos a ninguna transferencia de riqueza y no se trata de una rama del derecho de pobreza”⁷². Asimismo, es necesario considerar como fin último del derecho mercantil el “incremento del bienestar social de los accionistas, empleados, proveedores y clientes sin sacrificios excesivos y de ser posible aportando un beneficio a terceras partes como es el caso de comunidades”⁷³

⁷² Frank Easterbrook y Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, cuarta reimpression (Estados Unidos de América: Harvard University Press, 1998) (traducción propia), p. 23.

⁷³ Reinier R. Kraakman y Heryn Hansmann, “What is Corporate Law?” en *The Anatomy of Corporate Law, A comparative and Functional Approach*, cuarta reimpression (Estados Unidos de América: Oxford University Press, 2007) (traducción propia), p.18.

mediante la ejecución de actos comerciales, de ahí que se justifique la implementación de herramientas económicas para el estudio del derecho.

La implementación de una medida de limitación del derecho de los accionistas minoritarios de una empresa pública implica la afectación del derecho de propiedad de los mismos. Sobre esto abundaré más adelante, pero por ahora baste decir que resulta indispensable que tal afectación esté justificada en alguna medida. Para ello, atenderé a los supuestos que establece la teoría del análisis económico del derecho.

Conforme a la teoría económica, hay diversos tipos de criterios que enmarcan lo justo o adecuado de una transacción. El criterio más socorrido es la eficiencia. A pesar de que las definiciones de eficiencia abundan, los criterios más aceptados por la teoría son los de Pareto y Kaldor-Hicks. Ambos consideran que la mejoría de las condiciones ante un cambio social se considera eficiente en términos asignativos si se incrementa la utilidad. La diferencia fundamental es que para Pareto la utilidad de ambas partes involucradas debe incrementarse en términos absolutos, mientras que el criterio de Kaldor-Hicks concibe la posibilidad de que una de las dos partes pierda, siempre que esa pérdida sea inferior a la ganancia neta marginal de quien gane. Asimismo, conforme a la teoría del análisis económico del derecho y el teorema normativo de Coase, se debe “estructurar la ley de tal modo que se eliminen los impedimentos para los acuerdos privados”⁷⁴ y favorecer que los intercambios privados ocurran entre personas racionales, tomando en consideración que la reducción de costos de transacción incentiva la negociación⁷⁵.

Aunque las normas jurídicas difícilmente podrían valorarse en términos de eficiencia económica, pues su vínculo con la sociedad no es fácil de apreciar en términos cuantitativos. Con todo, el criterio de eficiencia asignativa de Kaldor-Hicks es el más aceptado, tanto es así que incluso el criterio de proporcionalidad que la jurisprudencia hoy reconoce deriva en parte de ese criterio, como se verá más adelante.

⁷⁴ Robert Cooter y Thomas Ulen, *Derecho y Economía*, segunda edición en español (México: Fondo de Cultura Económica, 2008), p.144.

⁷⁵ Robert Cooter y Thomas Ulen, *Derecho y Economía*, segunda edición en español (México: Fondo de Cultura Económica, 2008), p.144.

3.1.1 Eficiencia Asignativa

3.1.1.1 Beneficios de la implementación del *squeeze out* para el oferente

Atendiendo al criterio de eficiencia asignativa de Kaldor-Hicks y al criterio normativo de Coase, se encuentra que la doctrina que ha estudiado los mecanismos de *squeeze-out* define que:

“la racionalidad económica del *squeeze-out*... descansa sobre un triple presupuesto: (i) que el beneficio que obtienen los “ganadores” sea superior a los costes que se inflige a los “perdedores” satisfaciéndose así el criterio de eficiencia asignativa de Kaldor-Hicks; (ii) que los costes de transacción sean prohibitivos o, lo que es lo mismo, que resulte prácticamente imposible efectuar la transacción en el mercado; y (iii) que los “perdedores” resulten adecuadamente protegidos a fin de asegurar las exigencias de la eficiencia productiva”⁷⁶

Conforme a este criterio, a continuación se presentan algunos de los beneficios que implica la inclusión de un derecho de compra forzosa que permita excluir a los accionistas minoritarios de una empresa pública, y la consecuente transformación en una empresa privada, posterior a la conclusión de un exitoso proceso de oferta pública de adquisición por virtud del cual se adquiriera el 95% de las acciones representativas del capital social de dicha empresa.

- i. Reducción de los costos atribuibles al listado de valores. Una vez que una empresa se convierte en privada es capaz de “reducir los costos atribuibles al listado de sus valores junto con el riesgo de responsabilidad que le generan las obligaciones de divulgación de información”⁷⁷. Los costos que se podrían reducirse o eliminarse son, entre otros: **(a)** el pago de honorarios de listado en la Bolsa, **(b)** derechos de inscripción o mantenimiento en el RNV, **(c)** honorarios del auditor externo y de los servicios de auditoría, los cuales son más complejos y costosos tratándose de empresas públicas, **(d)** honorarios de asesores legales que presten asesoría en materia de cumplimiento normativo bursátil, **(e)** honorarios de los integrantes del consejo de administración de

⁷⁶ Cándido Paz-Ares, “Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español,” Revista de Derecho Bancario Bursátil 91 (2003), p.91.

⁷⁷ Frank Easterbrook y Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, cuarta reimpression (Estados Unidos de América: Harvard University Press, 1998) (traducción propia), p. 115.

la emisora y de los comités auxiliares del mismo, **(f)** los relativos al mantenimiento de un área de relación con inversionistas, **(g)** aquellos atribuibles al reporte de información periódica, **(h)** aquellos atribuibles al “tiempo que los administradores dedican a asuntos regulatorios y posibles controversias, en lugar de asuntos del negocio”⁷⁸ e **(i)** costos atribuibles al cumplimiento normativo de las disposiciones aplicables a emisoras de valores, incluyendo la contratación de intermediarios financieros como son los formadores de mercado.

- ii. Supresión de costos ocasionados por la presencia de accionistas minoritarios. La exclusión de accionistas con posiciones minoritarias, distintos del oferente, genera eficiencias derivadas de los ahorros en: **(a)** costos atribuibles a la presencia de accionistas minoritarios que implican destinar recursos al cumplimiento de las disposiciones en materia societaria para evitar controversias, incluyendo infraestructura para la celebración de asambleas de accionistas (convocatorias, reunión, preparación de materiales, etc.), **(b)** “costo derivados de la imposibilidad de integrar totalmente la compañía dentro del grupo de sociedades en términos de actividades, activos, organización y finanzas”⁷⁹, y **(c)** “costos derivados del riesgo de extorsión o ejercicio abusivo de sus derechos por parte de los minoritarios, pues –como fácilmente se comprende– estos pueden sentir la tentación de hacer uso de sus prerrogativas para perturbar u obstruir la marcha de la sociedad”⁸⁰.
- iii. Menores costos de agencia⁸¹. Los principales problemas de agencia⁸² a los que se enfrenta una empresa son los existentes en: **(a)** la relación entre administradores y accionistas derivada de la separación entre tenencia y control, **(b)** en la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios y en la relación entre empresa y **(c)** terceros

⁷⁸ Marco Ventoruzzo, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals,” *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, No. 4, 2010 (traducción propia) (2010). Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019), p. 6.

⁷⁹ Cándido Paz-Ares, “Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español,” *Revista de Derecho Bancario Bursátil* 91 (2003), p 91.

⁸⁰ Cándido Paz-Ares, “Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español,” *Revista de Derecho Bancario Bursátil* 91 (2003), p 91.

⁸¹ Marco Ventoruzzo, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals,” *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50, No. 4, 2010 (traducción propia) (2010). Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019), p. 6.

⁸² Para mayor detalle respecto del impacto de los problemas de agencia en sociedades ver: Michael C. Jensen y William H. Mecking, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No. 4 , (1976), disponible en: <https://ssrn.com/abstract=94043>.

externos de la empresa como son los acreedores de la misma. Mediante la incorporación de un mecanismo de *squeeze-out* por virtud del cual se pueda concentrar la tenencia accionaria de una sociedad en una sola parte, “se elimina (o reducen sustancialmente) la separación de la tenencia y el control, situación que genera el conflicto de intereses entre principal y agente” mencionado en el apartado (a) anterior, y por ende los costos atribuibles al mismo se reducen sustancialmente. Asimismo, el problema de agencia existente accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios desaparece en automático pues mediante la exclusión de las posiciones minoritarias dejan de existir estos últimos. “*Ceteris paribus*, a menores costos de agencia mayores serán los retornos”⁸³.

3.1.1.2 Costos del squeeze out para el accionista minoritario excluido

Los costos que implica privar a los accionistas minoritarios de su participación minoritaria no parecen excesivos y se descomponen principalmente en los siguientes: **(a)** pérdida de flexibilidad en la planeación de inversiones, **(b)** costos de reinversión de la inversión liquidada por virtud de la implementación del *squeeze-out*, y **(c)** “costos de decepción” derivados de la frustración de sus expectativas, valor cuya compensación es la más difícil por lo subjetivo que resulta⁸⁴.

3.1.1.3 Análisis de los beneficios y costos para las partes involucradas en la implementación de un squeeze-out

La implementación de un mecanismo que permita, posterior a la ejecución de una oferta pública de adquisición que actualice ciertos supuestos, excluir a los accionistas con posiciones minoritarias, según se observa en los párrafos anteriores tiene mayores beneficios para el oferente que costos para los accionistas minoritarios excluidos.

⁸³ Frank Easterbrook y Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, cuarta reimpression (Estados Unidos de América: Harvard University Press, 1998) (traducción propia), p.114.

⁸⁴ Cándido Paz-Ares, “Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español,” *Revista de Derecho Bancario Bursátil* 91 (2003), p 91.

“Lo que en cualquier caso está fuera de cuestión es que esa asimetría de costes y beneficios crece exponencialmente a medida que disminuye la participación de los minoritarios en el capital de la compañía o, si se prefiere, a medida que aumenta la participación del mayoritario”⁸⁵. Es por ello que la implementación de un derecho de venta forzosa que permita la reasignación de los derechos de propiedad de las acciones de una emisora solo puede ser una medida extraordinaria que sea factible implementar una vez que se hubiera alcanzado un umbral elevado de tenencia accionaria, como es el 95% de las acciones representativas del capital social, de una emisora.

3.1.1.4 Costos de transacción

El hecho de que los beneficios de que un accionista mayoritario pueda excluir a los accionistas minoritarios de una empresa pública superen los costos de los accionistas minoritarios no implica que se justifique la intervención del derecho. En términos de la teoría del análisis económico, los costos de transacción requieren ser prohibitivos a efecto de que se justifique la intervención del derecho, de forma tal que sin la intervención de un mecanismo normativo las partes no puedan alcanzar el mismo acuerdo.

Los costos de transacción son aquellos costos incurridos para llevar a cabo un intercambio y se encuentran integrados por los costos de la búsqueda, costos de negociación y costos de ejecución⁸⁶.

Los costos de transacción, en el ejemplo en cuestión, resultan muy elevados o prohibitivos debido, entre otros, a los siguientes factores:

(i) Al tratarse de empresas públicas, sus tenencias accionarias suelen estar “pulverizadas”, es decir, el número de accionistas minoritarios puede ser muy elevado. Dicha situación incrementa los costos debido a que la formalización de la celebración de una adquisición de acciones con cada accionista restante resulta costosa. Adicionalmente, debido a la naturaleza y forma de operación de los mercados de valores, los accionistas pueden cambiar constantemente sin que se tenga certeza por completo, en el mismo día y hora, de quienes son las partes con las

⁸⁵ Cándido Paz-Ares, “Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español,” *Revista de Derecho Bancario Bursátil* 91 (2003), p 91.

⁸⁶ Robert Cooter y Thomas Ulen, *Derecho y Economía*, segunda edición en español (México: Fondo de Cultura Económica, 2008), p. 137.

que habría que negociar cada adquisición de acciones a efecto de que un accionista mayoritario logre adquirir la totalidad de las acciones representativas del capital social de una emisora.

(ii) Estamos frente a un escenario en el que se pueden presentar comportamientos oportunistas o de *free rider* por parte de los accionistas minoritarios, pues si alguno de ellos deja de vender una acción al accionista minoritario, el valor de una acción es mayor para el accionista que desea hacerse con la totalidad del capital social, que para el accionista minoritario, situación que a decir de la doctrina constituye un monopolio bilateral, pues una de las partes depende dramáticamente de la otra para la obtención de un recurso.⁸⁷ Este escenario de *free rider* es uno constituye un escenario en el que se justifica la intervención del derecho con la finalidad de corregir una falla en el mercado.

(iii) De conformidad con lo analizado en el primer capítulo de esta tesina, en el caso mexicano, los costos de transacción para poder excluir a los accionistas minoritarios son más altos que en otras jurisdicciones debido a la necesidad de recurrir a deslistar una empresa pública y, por ende, la obligación de llevar a cabo una oferta de exclusión. Para efectos de evidenciar lo costosa que resulta una oferta de exclusión se presenta la siguiente tabla que contiene las últimas ofertas de exclusión que se han realizado en el mercado hasta el 31 de diciembre de 2017:

Tabla 1: Últimas cinco ofertas de exclusión realizadas hasta el 31 de diciembre de 2017

Emisora (Clave de Pizarra)	Fecha de conclusión de la OPA inicial	Tenencia del oferente post-OPA inicial	Porcentaje de aprobación de exclusión	Fecha de conclusión de la OPA de exclusión	Honorarios intermedia- ción OPA de exclusión	Tenencia del oferente post-OPA de exclusión	Porcentaje adquirido en OPA de exclusión
NUTRISA	8 de mayo de 2013	99.82%	99.69%	13 de diciembre de 2013	MXN \$375,000 más IVA	99.82002%	0.00002%
INCARSO	19 de diciembre de 2014	99.78%	99.82%	18 de agosto de 2015	MXN \$100,000 más IVA	99.86766%	0.05766%
GMODELO	31 de mayo de 2013	94.79%	98.87% ⁽¹⁾	28 de agosto de 2015	EUA \$250,000 más IVA	99.22% ⁽²⁾	0.87%

⁸⁷ Cándido Paz-Ares, “Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español,” Revista de Derecho Bancario Bursátil 91 (2003), p. 92.

Emisora (Clave de Pizarra)	Fecha de conclusión de la OPA inicial	Tenencia del oferente post-OPA inicial	Porcentaje de aprobación de exclusión	Fecha de conclusión de la OPA de exclusión	Honorarios intermedia- ción OPA de exclusión	Tenencia del oferente post-OPA de exclusión	Porcentaje adquirido en OPA de exclusión
COMERCI	6 de enero de 2016	96.31%	99.7308%	13 de junio de 2016	MXN \$100,000 más IVA	99.4325%	3.1268%
MASECA	21 de julio de 2017	99.79%	99.89%	11 de diciembre de 2017	MXN \$100,000 más IVA	99.921%	0.031%

Preparada con base en información pública disponible en www.bmv.com.mx

(1) Anheuser-Bush México Holding, S. de R.L. de C.V., oferente de la OPA inicial mediante la creación de un fideicomiso con una posición de compra permanente en el mercado de valores a través de la cual logró hacerse del 98.87% de las acciones representativas del capital social de Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. al momento de la asamblea extraordinaria de accionistas por virtud de la cual se aprobó la cancelación de la inscripción de las acciones en el RNV.

(2) La oferta de exclusión fue instrumentada como una oferta de compra de acciones propias, en la que Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. fue el propio oferente, por lo que la tenencia del oferente presenta variaciones debido a las compras realizadas en el mercado de valores anteriores al lanzamiento de la oferta de exclusión.

Como se evidencia en la tabla anterior, las ofertas de exclusión implican un gasto de más de \$100,000.00, únicamente por lo que se refiere a la comisión por intermediación, sin incluir los honorarios de asesores legales, asesores financieros (distintos del intermediario bursátil), asesores contables, entre otros. La información relativa a los gastos distintos de los incurridos en virtud de la celebración del contrato de intermediación bursátil no son públicos, y dichos gastos son incurridos por distintas partes, no solo por el oferente, por lo que no es posible hacer una determinación completa de los gastos que implica una oferta de exclusión. Asimismo, se debe tener presente que miembros directivos de la emisora objeto de la oferta de exclusión deben destinar tiempo y recursos para atender la oferta de exclusión.

Adicionalmente, como se puede ver en la última fila de la Tabla 1, los resultados de la oferta de exclusión son cuestionables, pues el porcentaje de capital social adquirido en dichas ofertas es menor al 1% del capital social, excepto por el caso de Controladora Comercial Mexicana, S.A.B. de C.V. (COMERCI). Particularmente, el caso de la oferta de exclusión de Grupo Nutrisa, S.A.B. de C.V. (NUTRISA) resulta ridículo, pues únicamente se logró adquirir 7 acciones, es decir el 0.00002% del capital social. Esta situación refleja que el marco normativo actual eleva

los costos de transacción al imponer la obligación de llevar a cabo una oferta de exclusión a efecto de deslistar los valores y poder proceder a implementar alguno de los esquemas de exclusión de accionistas abordados en el Capítulo I de la presente tesina. En este sentido no solo se justifica la intervención del derecho con la finalidad de generar la inclusión en el marco legal mexicano de un derecho de exclusión de accionistas minoritarios, sino también la reforma del mismo en materia de ofertas públicas de adquisición a efecto de eliminar la poco eficiente oferta de exclusión.

3.1.1.5 Compensación justa

La intervención de la ley solo puede justificarse si los costos de transacción son prohibitivos y contra el pago de una compensación justa, que atienda las exigencias de la eficiencia productiva⁸⁸. La necesidad de compensar de forma justa al accionista minoritario que es obligado a vender sus acciones es fundamental a efecto de que la implementación del derecho de venta forzosa no destruya riqueza y a efecto de que cualquier persona que invierta en una tenencia accionaria confíe en que su inversión futura estará debidamente protegida.⁸⁹ La determinación de que puede considerarse un compensación justa ciertamente puede resultar compleja, sin embargo, mediante el uso de la herramienta del derecho comparado se puede analizar la forma en que esta problemática ha sido abordada en la Unión Europea, caso de estudio dentro de esta tesina. En términos de lo analizado en el capítulo II, para efectos de la Directiva Europea se considera contraprestación justa a la pagada en una oferta pública de adquisición forzosa, debido a que la Directiva Europea establece un piso mínimo consistente en el precio más elevado que el oferente haya pagado por las acciones objeto de la oferta durante un periodo de tiempo anterior a la oferta y a la pagada en una oferta pública de adquisición voluntaria en la que el oferente adquiriera el 90% del capital social que confiera derechos voto objeto de la oferta.

Actualmente, dentro del marco normativo mexicano, en el artículo 108 de la LMV se contempla, para efectos de las ofertas de exclusión, la existencia de un piso mínimo para determinar el precio a pagar por acción, mismo que podría ser considerado como un precio justo,

⁸⁸ Cfr. Cándido Paz-Ares, *Principio de eficiencia y derecho privado*.

⁸⁹ Cándido Paz-Ares, "Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español," *Revista de Derecho Bancario Bursátil* 91 (2003), p. 93.

pues ha sido el piso mínimo establecido por los legisladores. El precio mínimo a pagar en una oferta de exclusión debe ser aquel que resulte mayor entre el valor de cotización y el valor contable de las acciones objeto de la oferta. Derivado de lo anterior es posible afirmar que en otras jurisdicciones se debe observar un piso mínimo para que una contraprestación sea justa y que la legislación mexicana no es ajena a este concepto, por lo que en caso de implementar un derecho de venta forzosa en el marco normativo mexicano podría mantenerse el piso mínimo planteado por el legislador en 2006 al promulgar la actual LMV.

Adicionalmente, según se desprende de la información contenida en la tabla 2 a continuación, la contraprestación ofrecida en los últimos cinco procesos de desliste, llevados a cabo hasta el 31 de diciembre de 2017, los cuales implicaron una oferta pública de adquisición y una oferta de exclusión, fue la misma en ambas ofertas y en todo caso, excepto por Controladora Comercial Mexicana, SA.B. de C.V. (COMERCI), el precio actualizó el supuesto normativo contenido en el inciso b, fracción I del artículo 108 de la LMV.

Tabla 2: Compensación de las últimas cinco ofertas de exclusión realizadas hasta el 31 de diciembre de 2017

Emisora (Clave de Pizarra)	Precio por acción en la OPA inicial	Precio por acción en la OPA de exclusión	Precio conforme al inciso b, fracción I del artículo 108 de la LMV
NUTRISA	MXN \$91.00	MXN \$91.00	✓
INCARSO	MXN \$15.00	MXN \$15.00	✓
GMODELO	EUA \$9.15	EUA \$9.15	✓
COMERCI	MXN \$32.6124	MXN \$32.6124	Valuación conforme a opinión de experto independiente ⁽¹⁾
MASECA	MXN \$25.00	MXN \$25.00	✓

Preparada con base en información pública disponible en www.bmv.com.mx

(1) El oferente no se manifestó respecto a si el precio de la oferta de exclusión era superior que el mínimo previsto en el inciso b, fracción I del artículo 108 de la LMV. No obstante lo anterior en el folleto informativo de la oferta pública de adquisición inicial, el oferente manifestó que el precio era menor al precio de cotización de los últimos seis meses de COMERCI, debido a que el precio de cotización no contemplaba la escisión de los activos que conformaron al “Grupo La Comer”.

3.2 Racionalidad jurídica o proporcionalidad

Otra forma de abordar la evaluación respecto de la conveniencia de incluir un mecanismo de *squeeze-out* en la legislación mexicana es a través de un test de proporcionalidad. Como lo que se plantea en esta tesina es una modificación legislativa que, por definición, sería conculcatoria del derecho de propiedad de los accionistas minoritarios, es lógico que sea aplicable un criterio de evaluación que mida la necesidad de la medida. El test o examen de proporcionalidad se aplica a una medida legislativa que por definición resultará restrictiva de un derecho fundamental. Aunque puede discutirse que el derecho de propiedad de los accionistas minoritarios sea un derecho “fundamental”, lo cierto es que la medida de exclusión implica una limitación al derecho de propiedad puro.

Para llevar a cabo un test de proporcionalidad, la siguiente tesis aislada de la primera sala de la Suprema Corte de Justicia de la Nación es un buen punto de partida:

“TEST DE PROPORCIONALIDAD. METODOLOGÍA PARA ANALIZAR MEDIDAS LEGISLATIVAS QUE INTERVENGAN CON UN DERECHO FUNDAMENTAL. El examen de la constitucionalidad de una medida legislativa debe realizarse a través de un análisis en dos etapas. En una primera etapa, debe determinarse si la norma impugnada incide en el alcance o contenido inicial del derecho en cuestión. Dicho en otros términos, debe establecerse si la medida legislativa impugnada efectivamente limita al derecho fundamental. De esta manera, en esta primera fase corresponde precisar cuáles son las conductas cubiertas *prima facie* o inicialmente por el derecho. Una vez hecho lo anterior, debe decidirse si la norma impugnada tiene algún efecto sobre dicha conducta; esto es, si incide en el ámbito de protección *prima facie* del derecho aludido. Si la conclusión es negativa, el examen debe terminar en esta etapa con la declaración de que la medida legislativa impugnada es constitucional. En cambio, si la conclusión es positiva, debe pasarse a otro nivel de análisis. En esta segunda fase, debe examinarse si en el caso concreto existe una justificación constitucional para que la medida legislativa reduzca o limite la extensión de la protección que otorga inicialmente el derecho. Al respecto, es necesario tener presente que los derechos y sus respectivos límites operan como principios, de

tal manera que las relaciones entre el derecho y sus límites encierran una colisión que debe resolverse con ayuda de un método específico denominado test de proporcionalidad. En este orden de ideas, para que las intervenciones que se realizan a algún derecho fundamental sean constitucionales debe corroborarse lo siguiente: (i) que la intervención legislativa persiga un fin constitucionalmente válido; (ii) que la medida resulte idónea para satisfacer en alguna medida su propósito constitucional; (iii) que no existan medidas alternativas igualmente idóneas para lograr dicho fin, pero menos lesivas para el derecho fundamental; y, (iv) que el grado de realización del fin perseguido sea mayor al grado de afectación provocado al derecho fundamental por la medida impugnada. En este contexto, si la medida legislativa no supera el test de proporcionalidad, el derecho fundamental preservará su contenido inicial o *prima facie*. En cambio, si la ley que limita al derecho se encuentra justificada a la luz del test de proporcionalidad, el contenido definitivo o resultante del derecho será más reducido que el contenido inicial del mismo.”⁹⁰

Esta tesis judicial introduce un procedimiento de evaluación, mismo que se puede retomar en este caso. El requisito inicial es que la norma evaluada incida en el contenido o alcance del derecho en cuestión, lo cual se subdivide a su vez en la determinación de las conductas que el derecho tutela (en el caso específico) y si la norma evaluada incide en dichas conductas. Posteriormente la segunda etapa implica evaluar directamente la norma a efecto de determinar si la afectación al derecho cumple los criterios de idoneidad o adecuación, necesidad o indispensabilidad y proporcionalidad *stricto sensu*.

La norma en cuestión incide en el contenido del derecho de propiedad, ya que elimina la posibilidad del accionista minoritario de conservar sus acciones o negociar el precio de venta de las mismas, conculcándolas a cambio de una compensación previamente establecida. Como tal, es una limitante lógica del derecho de propiedad pues impide que los propietarios originales dispongan libremente de un bien que legítimamente adquirieron. Con esto, queda claro que la respuesta al primer cuestionamiento del test de proporcionalidad es positiva, efectivamente existe una afectación de la norma evaluada en una conducta tutelada jurídicamente.

⁹⁰ Tesis aislada *TEST DE PROPORCIONALIDAD. METODOLOGÍA PARA ANALIZAR MEDIDAS LEGISLATIVAS QUE INTERVENGAN CON UN DERECHO FUNDAMENTAL*, emitida por la Primera Sala de la Suprema Corte de Justicia de la Nación, Décima Época, registro no. 2013156

3.2.1 *Idoneidad o adecuación*

El criterio de idoneidad nos lleva a analizar la finalidad constitucionalmente válida de la norma en cuestión. En este caso el análisis es más complejo, pues en tanto que la propiedad no se encuentra protegida a nivel constitucional, el derecho a la estabilidad económica sí, por lo que puede pensarse que aquellas transacciones de *squeeze-out* que pudieran derivar en una inestabilidad económica nacional son automáticamente objeto de un estudio de constitucionalidad. Sin embargo, ni todas las transacciones de este tipo tienen la fuerza para incidir en la economía nacional, ni resulta deseable que esa sea la única evaluación posible de las mismas. No obstante, supongamos sin conceder, para efectos de esta tesina y de determinar la viabilidad de practicar el test de constitucionalidad que la implementación de los mecanismos de *squeeze-out* trasgreden el derecho a la estabilidad económica.

El criterio de idoneidad se desarrolla en dos vertientes que determinan cuándo es válido o lícito intervenir o limitar un derecho: “1) la medida legislativa debe tener un fin legítimo; y 2) debe ser objetivamente idónea o adecuada para realizarlo, es decir, que efectivamente exista una relación causal directa entre la medida y la realización del fin”⁹¹. Ese nexo causal es la clave de la idoneidad, aunque el fin legítimo pudiera parecer de suma importancia, y en general lo es, en este caso la legitimidad del fin depende de la posición desde la que apreciemos las acciones tomadas. De ahí la importancia de justificar la medida por, al menos, un criterio de racionalidad económica. El nexo causal existe toda vez que la medida en sí misma constituye el medio adecuado para lograr el fin, pues suprimir la voluntad del accionista minoritario obligándolo a vender sus acciones automáticamente se traduce en la eliminación de la barrera que impide completar la transacción dados los prohibitivos costos de transacción.

3.2.2 *Necesidad o indispensabilidad*

El criterio de necesidad implica que la medida sea estrictamente indispensable para lograr el fin, ya sea porque es menos gravosa que otras medidas o porque no existen alternativas plausibles⁹². La medida propuesta, como se menciona en la presente tesina, existe en otras jurisdicciones,

⁹¹ Rubén Sánchez Gil, *El principio de proporcionalidad*, Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM, México, 2007, p. 40.

⁹² *Idem*, p.45.

tanto de tradición de *common law* como de derecho civil, aunque la sola remisión al derecho comparado puede dar una idea sobre lo estrictamente necesario de la misma, también es cierto que otras medidas en nuestro orden jurídico pueden resultar innecesariamente gravosas. Anteriormente se desarrolló que actualmente la legislación vigente tiende a obligar al oferente, que desea hacerse de la totalidad de las acciones de una emisora y a deslistar la misma, a realizar una segunda oferta pública de adquisición, a pesar de que éstas han tenido resultados con muy baja eficiencia terminal⁹³. Cualquier otro esquema que suponga, por ejemplo, la intermediación, se vuelve más costoso cuando mayor sea el número de acciones en circulación y más pulverizada se encuentre la tenencia de las mismas.

En ese sentido, resulta estrictamente necesario establecer una estrategia que logre abatir por completo los costos de transacción y no existe, al menos en el entorno actual, un mecanismo para obtener los mismos o similares resultados con una menor invasión del derecho de los accionistas minoritarios. Por lo que, al menos en este análisis superficial, se cumple el criterio de necesidad.

3.2.3 Proporcionalidad en sentido estricto

Evaluar la proporcionalidad de la medida en sentido estricto nos exige a llevar a cabo una ponderación, que bien puede ser en tres formas i) un criterio absolutamente subjetivo que dependerá de cada individuo y aún de cada caso; ii) un criterio económico como el de eficiencia asignativa de Kaldor-Hicks que además reproduce la jurisprudencia de la Suprema Corte de Justicia de la Nación; o, iii) una ponderación metodológica que se sustente en un criterio normativo y otro empírico. La primera opción se descarta por sí misma, porque exige lógicamente aplicar un análisis en cada caso y eso vuelve la decisión extremadamente tardada e ineficaz. El segundo criterio ya quedó demostrado cuantitativamente, por lo que tampoco es útil a nuestros fines. Por último, resulta interesante al menos intentar la aproximación del tercer criterio.⁹⁴

La ponderación normativa requiere, como ya dije, una ponderación de derechos. Los derechos confrontados son dos en principio y un tercero como consecuencia de las acciones

⁹³ Ver tabla sobre OPA's en este mismo capítulo p. 40.

⁹⁴ Rubén Sánchez Gil, *El principio de proporcionalidad*, Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM, México, 2007, p. 46.

tomadas. El del accionista mayoritario de adquirir el control de forma eficiente y sin incurrir en costos excesivos; el del minoritario de conservar las acciones o negociar el precio que prefiera para su enajenación; y, el de la sociedad a que no se desperdicien recursos en una transacción que, de otro modo, sería eficiente en términos absolutos.

Ponderemos la dimensión de afectación de la medida en el derecho protegido, en este caso, el de los accionistas minoritarios. Se trata de un derecho de propiedad simple, que implica disposición, uso, goce y disfrute. La medida no afecta los frutos y el uso en sí mismo no es objetivo de la medida, sino que se afecta indirectamente al ejecutarse como se afectaría si el tenedor se deshiciera del título por su propia voluntad. Lo afectado entonces es la voluntad de disponer del título.

En derecho romano, lo que se conoce como *abutendi*, o derecho de abuso y disposición es el elemento clave del derecho de propiedad. El elemento que distingue al propietario del usuario, usufructuario, arrendatario, comodatario o poseedor. Este elemento es el que afecta la medida, pues elimina la voluntad como requisito para que ocurra y por ende elimina este elemento de la figura del propietario. Como tal, la afectación al derecho de propiedad es grave, si atendemos a que por la intervención de la medida pierde automáticamente su elemento clave.

Hay que decir, sin embargo, que el lugar que ocupa el derecho de propiedad en el orden constitucional mexicano no es tan “prioritario” como el de otros derechos fundamentales o como sucede en otras jurisdicciones donde se encuentra reconocido a nivel constitucional. Hay medidas normativas en el Derecho Mexicano que imponen limitantes al derecho de propiedad, como es el caso de la servidumbre y la expropiación, ejemplos simples y evidentes de dichas limitantes. Particularmente, en el caso de la servidumbre se afecta uno de los aspectos que la tesis clásica de la propiedad consideraba intocable, el derecho a disponer de los bienes⁹⁵, en beneficio de la colectividad. Además, al igual que estas dos medidas, el derecho de exclusión no se puede dar en cualquier momento, sino que necesita ciertas condiciones previas para que se pueda permitir.

De ahí que, si se atiende a que la medida en cuestión resulta en un fin que constitucionalmente es válido por los beneficios esperados totales, que la medida en cuestión es estrictamente necesaria y que es idónea en cuanto que no hay alternativas plausibles, es posible

⁹⁵ Ernesto Gutiérrez y González, *El Patrimonio*, octava edición corregida y actualizada (Ciudad de México: Editorial Porrúa, 2004), p. 321.

considerar que jurídicamente es una medida constitucionalmente válida aunque imponga limitantes a un derecho como el de propiedad.

3.3 Propuesta de reforma a la LMV

Como se ha analizado en el presente Capítulo III, la implementación de un mecanismo de *squeeze-out* en la legislación mexicana mediante la inclusión de un derecho de venta forzosa a ser ejercido por un oferente que hubiera conseguido un porcentaje elevado del capital social de una emisora mediante la instrumentación de una oferta pública de adquisición de acciones es deseable y se justifica tanto desde la perspectiva económica como desde la jurídica. Lo anterior, no obstante que implica la trasgresión del derecho de propiedad de los accionistas minoritarios según ha sido desarrollado anteriormente. Asimismo, dicho derecho de venta forzosa deberá complementarse con un derecho de compra forzosa, situación que no resulta ajena al marco normativo actual, pues posterior a que una empresa haya deslistado sus valores debe constituir un fideicomiso por un periodo mínimo de seis meses, al cual se aportan los recursos necesarios para que dicho vehículo pueda liquidar las posiciones de los accionistas minoritarios que así lo soliciten. De esta forma se otorga una protección a los accionistas minoritarios para que posterior a la conclusión de una oferta pública de adquisición de acciones, en la que se hubiera adquirido un porcentaje elevado del capital social, sus inversiones mantengan cierto valor, al menos el de la oferta pública de adquisición de acciones de exclusión, y de esta forma sus inversiones, durante cierta temporalidad, sean líquidas y no tengan que permanecer en una sociedad en la que su participación sea irrelevante y con una inversión de liquidez restringida.

Es por ello que se propone la implementación de la siguiente reforma a la LMV mediante la adición de un Capítulo VI al Título Cuarto “De la inscripción y oferta de valores”, en los siguientes términos:

“Capítulo VI”

“Del derecho de venta forzosa y compra forzosa”

Artículo A. La persona o grupo de personas que hubiera formulado una oferta pública de adquisición podrá, una vez liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio justo. De igual forma, cualquiera de los titulares podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio.

El ejercicio de los derechos consignados en el presente artículo quedará condicionado a que en la fecha de liquidación de la oferta:

- i) el oferente posea valores representativos de al menos el 95% del capital social con plenos derechos de voto de la emisora afectada, y*
- ii) el oferente posea el 95% de los derechos de voto de la emisora afectada.*

Se considerará precio justo si la contraprestación pagada como parte de la oferta pública de adquisición es superior a la prevista por el inciso b, fracción I del artículo 108 de la LMV.

Artículo B. El plazo máximo para exigir la venta o compra forzosas será de seis meses contados desde la fecha de finalización del plazo de liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones que dio lugar al ejercicio del derecho de venta forzosa o compra forzosa.

Conclusiones

La presente tesina tuvo como finalidad analizar la conveniencia de la inclusión de un mecanismo de exclusión de accionistas minoritarios en empresas públicas, conocido como *squeeze-out* en el marco normativo mexicano aplicable a las ofertas públicas de adquisición de acciones. Como se detalló en el primer capítulo de la presente tesina actualmente los mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios, posterior a la transformación de una empresa pública en privada, operan de forma poco transparente y sin estar exentos de riesgos de litigio. Además, muchas veces enfrentan costos directos y regulatorios que vuelven ineficiente la operación.

En el segundo capítulo, hice notar que los mecanismos de exclusión de accionistas minoritarios de una empresa pública han sido implementados en los marcos normativos de los Estados miembro de la Unión Europea, independientemente de la tradición de derecho (*Common Law* o derecho civil) del que emanen los sistemas legales de dichos Estados Miembros. En ese sentido, tales regulaciones guardan una semejanza que hace plausible considerar su implementación en la normatividad mexicana.

El mecanismo de *squeeze-out* implementado en los Estados miembros de la Unión Europea consiste en la inclusión de un derecho de venta forzosa para los oferentes que hubieran alcanzado determinado umbral de tenencia accionaria posterior a la conclusión de una oferta pública de adquisición de acciones. Mediante el ejercicio de dicho derecho de venta forzosa, los accionistas minoritarios son obligados a vender sus acciones al oferente en cuestión a pesar de que no estén dispuestos a hacerlo, limitando el ejercicio de la libre disposición de las acciones propiedad de los accionistas minoritarios, uno de los elementos fundamentales de la teoría clásica de la propiedad.

La inclusión de un mecanismo de *squeeze-out* en el marco normativo mexicano es aconsejable desde la perspectiva del análisis económico del derecho debido a que: (i) los beneficios del oferente que ha logrado adquirir un porcentaje elevado del capital social de una emisora, posterior a la conclusión de una oferta pública, son mayores a las pérdidas resultantes de que se obligue a vender a los accionistas minoritarios restantes; (ii) los costos de transacción no permiten que la compraventa de las acciones propiedad de los accionistas minoritarios se presente libremente en el mercado; y (iii) se asegura una adecuada compensación para los accionistas minoritarios.

Finalmente, la trasgresión del derecho de propiedad de los accionistas minoritarios que implica la implementación de un mecanismo de *squeeze-out* en el marco normativo mexicano se justifica por superar el test de proporcionalidad planteado en el tercer capítulo de la presente tesis a criterio de quien escribe estas líneas. Adicionalmente, las limitaciones del derecho de propiedad no son ajenas a nuestro marco normativo, pues la existencia de las servidumbres o de las expropiaciones dan muestra de que ante la existencia de un beneficio mayor es válida la trasgresión del derecho de propiedad.

Por lo anterior es que considero aconsejable la inclusión de un mecanismo de *squeeze-out* en el marco normativo mexicano, en la forma de un derecho de venta forzosa, similar al adoptado por los Estados miembros de la Unión Europea, con la finalidad de evitar los procesos opacos que hoy en día son implementados por emisoras públicas que se convierten en empresas privadas e incentivar el mercado de fusiones y adquisiciones dotando de seguridad jurídica a los oferentes para que de forma posterior a la conclusión de una oferta pública de adquisición en la que obtengan un porcentaje elevado del capital social, puedan subsecuentemente adquirir la totalidad de las acciones de la misma y eliminar la presencia de accionistas minoritarios sin riesgos de litigio y disminuyendo considerablemente los costos de transacción.

Bibliografía

Libros y publicaciones

1. Álvarez-Macotela, Oscar S. “El Enigma de la Legislación Bursátil en México,” En *Derecho Bursátil Contemporáneo, Temas Selectos*. Primera edición. Ciudad de México: Editorial Porrúa/ITAM, 2008.
2. Cooter, Robert y Ulen, Thomas. *Derecho y Economía*. Segunda edición en español. México: Fondo de Cultura Económica, 2008.
3. Easterbrook Frank y Fischel Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law*, cuarta reimpression (Estados Unidos de América: Harvard University Press, 1998) (traducción propia),
4. Gutiérrez y González, Ernesto. *El Patrimonio*. Octava edición corregida y actualizada. Ciudad de México: Editorial Porrúa, 2004.
5. Hamilton, Robert. *The Law of Corporations in a nutshell*. Quinta edición. St. Paul, Minn: West Group, 2000.
6. Kraakman, Reinier and Hansmann, Herny “What is Corporate Law?,” en *The Anatomy of Corporate Law, A comparative and Functional Approach*. Cuarta reimpression. Estados Unidos de América: Oxford University Press, 2007.
7. Aparicio, Roqueiro. *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. CNMV, 2007. Disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf (consultado el 8 de febrero de 2019).
8. Paz-Ares, Cándido, “Aproximación al Estudio de los *Squeeze-outs* en el Derecho Español.” *Revista de Derecho Bancario Bursátil* 91 (2003): 89-105. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5110620> (consultado el 8 de febrero de 2019).
9. Pechackova, Martina. “Regulation of Takeovers in the European Union and in the United Kingdom: Does the Purpose of Regulation Outweigh the Importance of Methods?”. Junio de 2011. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1861488> (consultado el 8 de febrero de 2019).

10. Venteruzzo, Marco, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals.” Virginia Journal of International Law, Vol. 50, No. 4, 2010 (traducción propia) (2010). Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1505485> (consultado el 8 de febrero de 2019).

Leyes

1. Ley del Mercado de Valores
2. Disposiciones de Carácter General aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003, según las mismas han sido modificadas periódicamente por la CNBV.
3. Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.
4. Ley de Compañías de Responsabilidad Limitada Públicas y Privadas del Reino de Dinamarca.
5. Ley de Compañías de 2006 del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.
6. Ley 6/2007 del Reino de España.

Folletos Informativos

1. Folleto Informativo preparado por Banco Nacional de México, S.A., integrante del Grupo Financiero Banamex, División Fiduciaria, como fiduciario del fideicomiso número 16093-6 en relación con la oferta pública de compra de acciones representativas del capital social de Consorcio Aeroméxico, S.A.B. de C.V. de fecha 23 de noviembre de 2007.
2. Folleto Informativo preparado por América Móvil, S.A.B. de C.V. en relación con la oferta pública de adquisición de acciones representativas del capital social de Teléfonos de México, S.A.B. de C.V. de fecha 25 de octubre de 2012.
3. Folleto Informativo preparado por Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. en relación con la oferta pública de adquisición de acciones representativas del capital social de Grupo Modelo, S.A.B. de C.V. de fecha 3 de agosto de 2015.