

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**FACULTAD DE DERECHO**



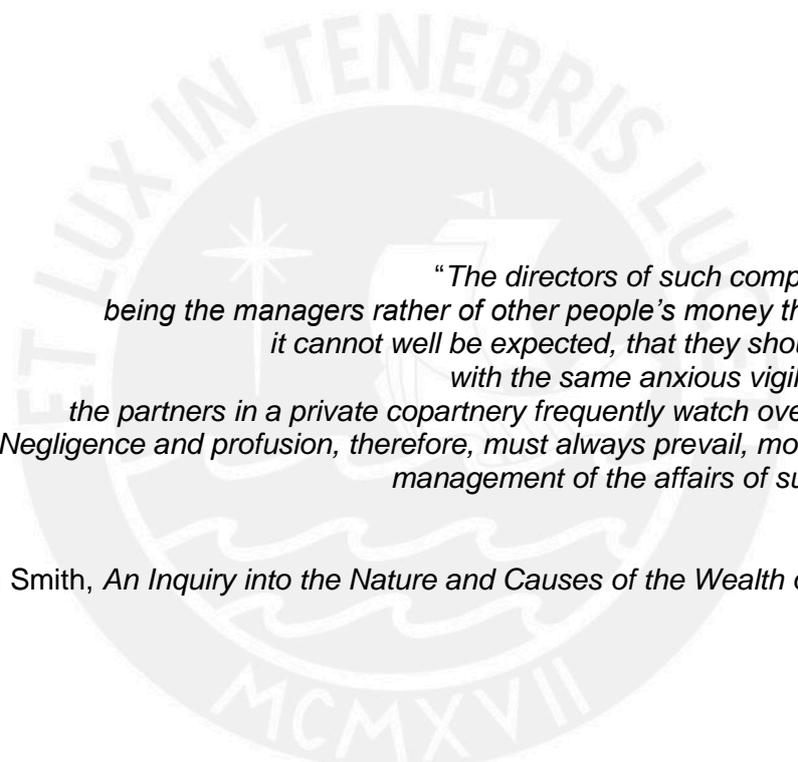
**MEDIDAS DE PROTECCIÓN SOCIETARIAS  
CONTRA ADQUISICIONES HOSTILES**

Tesis para optar por el título de Abogado  
que presenta el Bachiller

**FRANCISCO JAVIER BALDEÓN VELLON**

Julio Salas Sánchez  
Asesor

Lima, 1° de julio de 2013



*“The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”.*

Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776

## ÍNDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Introducción.....</b>   | <b>8</b>  |
| <b>1. Capítulo 1. Teoría general de las medidas <i>antitakeover</i>.....</b>         | <b>11</b> |
| 1.1. Conflicto de intereses y medidas <i>antitakeover</i> .....                      | 11        |
| 1.2. El problema de las fusiones y adquisiciones negociadas.....                     | 15        |
| 1.3. Los efectos de las tomas de control hostiles.....                               | 18        |
| 1.4. El arsenal de medidas <i>antitakeover</i> .....                                 | 24        |
| 1.5. Las opciones regulatorias en la legislación comparada.....                      | 29        |
| 1.5.1. En los Estados Unidos de América.....   | 30        |
| 1.5.2. En la Unión Europea.....  | 33        |
| 1.5.3. En el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.....                    | 37        |
| 1.5.4. En el Estado de Japón.....  | 39        |
| 1.5.5. En Canadá.....  | 41        |
| 1.5.6. En la República Federal Alemana.....  | 41        |
| 1.5.7. En el Reino de España.....  | 42        |
| 1.5.8. En la República del Perú.....   | 46        |
| 1.5.9. En busca de un modelo académico.....  | 49        |
| 1.6. La práctica y la jurisprudencia estadounidense de finales del siglo veinte..... | 51        |

|           |   |            |
|-----------|---|------------|
| 1.6.1.    | La insuficiencia del enfoque clásico en los deberes fiduciarios.....    | 51         |
| 1.6.2.    | <i>Smith v. Van Gorkom</i> .....  | 58         |
| 1.6.3.    | La trilogía <i>Unocal-Moran-Revlon</i> .....                            | 60         |
| 1.6.4.    | <i>Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.</i> .....                   | 68         |
| 1.6.5.    | <i>Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.</i> .....               | 73         |
| 1.6.6.    | <i>Unitrin, Inc. v. America General Corp.</i> .....                     | 78         |
| 1.6.7.    | La teoría del “valor escondido” en la jurisprudencia de Delaware.....   | 79         |
| 1.7.      | El análisis de las medidas <i>antitakeover</i> prospectivas.....        | 81         |
| 1.8.      | El análisis de las medidas <i>antitakeover</i> defensivas.....          | 89         |
| 1.8.1.    | La escuela de la <i>management discretion</i> o <i>board veto</i> ..... | 94         |
| 1.8.2.    | La escuela de la <i>shareholder choice</i> .....                        | 101        |
| 1.8.2.1.  | La <i>passivity rule</i> .....  | 111        |
| 1.8.2.2.  | La <i>auctioneering rule</i> .....                                      | 121        |
| 1.8.3.    | El constitucionalismo corporativo.....                                  | 129        |
| 1.9.      | El legado del <i>antitakeover law</i> .....                             | 133        |
| <b>2.</b> | <b>Capítulo 2. El plan de derechos de adquisición de acciones.....</b>  | <b>138</b> |
| 2.1.      | Tipicidad y taxonomía jurídica.....                                     | 138        |
| 2.2.      | Modalidades.....  | 141        |
| 2.2.1.    | El plan <i>flip-in</i> .....  | 141        |
| 2.2.2.    | El plan <i>flip-over</i> .....  | 144        |
| 2.2.3.    | <i>Preferred stock</i> o acciones preferentes.....                      | 146        |
| 2.2.4.    | <i>Back-end</i> .....   | 147        |
| 2.2.5.    | <i>Voting rights plan</i> .....   | 148        |
| 2.3.      | La jurisprudencia estadounidense sobre <i>poison pills</i> .....        | 148        |
| 2.3.1.    | <i>Moran v. Household International Inc.</i> .....                      | 150        |

|           |   |            |
|-----------|---|------------|
| 2.3.1.1.  | La interpretación de la Sección 157 de la <i>General Corporation Law</i> de Delaware.....             | 152        |
| 2.3.1.2.  | El derecho de los accionistas de Household de recibir ofertas de adquisición.....                     | 154        |
| 2.3.1.3.  | El derecho de los accionistas de Household de conducir una lucha de <i>proxy</i> .....                | 155        |
| 2.3.1.4.  | La protección de la <i>business judgement rule</i> bajo <i>Unocal</i> ....                            | 155        |
| 2.3.2.    | La jurisprudencia posterior a <i>Moran</i> .....  | 157        |
| 2.4.      | La posición de la doctrina clásica.....   | 159        |
| <b>3.</b> | <b>Capítulo 3. <i>Lockups</i> y otros acuerdos de exclusividad.....</b>                               | <b>162</b> |
| 3.1.      | Tipicidad y taxonomía jurídica.....   | 162        |
| 3.1.1.    | <i>Performance promises</i> .....   | 165        |
| 3.1.2.    | <i>Termination fees</i> .....   | 167        |
| 3.1.3.    | <i>Lockups</i> .....  | 168        |
| 3.1.3.1.  | <i>Stock lockup options</i> .....   | 171        |
| 3.1.3.2.  | <i>Asset lockup options</i> .....   | 174        |
| 3.2.      | La <i>passivity rule</i> como solución legislativa.....   | 175        |
| 3.3.      | Las perspectivas de análisis <i>ex ante</i> y <i>ex post</i> .....                                    | 177        |
| 3.4.      | Métodos clásicos de revisión judicial de los acuerdos de exclusividad.....                            | 178        |
| 3.4.1.    | El acuerdo de fusión exclusiva como un contrato vinculante.....                                       | 180        |
| 3.4.2.    | El enfoque en el deber de cuidado.....  | 182        |
| 3.5.      | La perspectiva <i>ex ante</i> : el deber de subastar el control en la jurisprudencia de Delaware..... | 185        |
| 3.5.1.    | <i>Revlon, Inc. v. MacAndrews &amp; Forbes Holdings, Inc.</i> .....                                   | 186        |
| 3.5.2.    | <i>Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.</i> .....   | 194        |

|           |   |            |
|-----------|---|------------|
| 3.5.3.    | <i>Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.</i> .....                    | 201        |
| 3.5.4.    | La regla <i>de facto</i> de la corte de Delaware.....                               | 208        |
| 3.6.      | El enfoque <i>ex post</i> .....   | 209        |
| 3.6.1.    | El análisis económico y el estándar del <i>overinsurance</i> o <i>foreclosure</i> . | 209        |
| 3.6.2.    | La tesis de Bainbridge.....   | 221        |
| 3.7.      | Las posturas extremas de análisis de <i>lockups</i> .....                           | 224        |
| 3.7.1.    | La tesis permisiva de Fraidin y Hanson.....   | 224        |
| 3.7.2.    | La tesis prohibitiva de Kahan y Klausner.....                                       | 226        |
| 3.7.2.1.  | El efecto de la <i>lockup</i> en los incentivos de búsqueda.....                    | 227        |
| 3.7.2.2.  | El efecto de la <i>lockup</i> en las penalidades por toma de control.....           | 230        |
| 3.7.2.3.  | <i>Nonanticipatory first-bidder lockups</i> .....                                   | 230        |
| 3.7.2.4.  | Estándar jurídico propuesto.....  | 231        |
| <b>4.</b> | <b>Capítulo 4. Otras medidas <i>antitakeover</i></b> .....                          | <b>234</b> |
| 4.1.      | <i>Shark repellents</i> .....   | 234        |
| 4.1.1.    | Directorios escalonados ( <i>staggered boards</i> ).....                            | 235        |
| 4.1.1.1.  | La posición de la <i>shareholder choice</i> .....                                   | 237        |
| 4.1.1.2.  | La defensa de la <i>management discretion</i> .....                                 | 239        |
| 4.1.1.3.  | Posiciones críticas sobre el debate.....  | 245        |
| 4.1.2.    | Voto de supermayoría.....   | 246        |
| 4.1.3.    | Ratificación por el accionista o directores independientes.....                     | 247        |
| 4.1.4.    | Reglas de precio justo.....   | 248        |
| 4.1.5.    | Delegación del poder de regateo.....  | 248        |
| 4.2.      | Paracaídas dorados ( <i>golden parachutes</i> ).....                                | 249        |
| 4.3.      | <i>Employment stock ownership plan (ESOP)</i> .....                                 | 252        |

|      |  |            |
|------|--|------------|
| 4.4. | Las defensas incrustadas ( <i>embedded defenses</i> ).....   | 256        |
| 4.5. | El suicidio como estrategia.....   | 258        |
| 4.6. | Readquisición defensiva de acciones ( <i>defensive stock repurchases</i> ) mediante operaciones de mercado abierto ( <i>open market repurchases</i> ) o auto-OPA ( <i>self tender offer</i> )..... | 258        |
| 4.7. | <i>Greenmail</i> .....   | 261        |
| 4.8. | La <i>pacman defense</i> .....   | 266        |
| 4.9. | Acuerdo de paralización ( <i>standstill agreement</i> ).....   | 267        |
|      | <b>Conclusiones</b> .....  | <b>269</b> |
|      | <b>Bibliografía general</b> .....  | <b>271</b> |

## INTRODUCCIÓN

El presente trabajo expone y contribuye con el debate que, sobre las medidas *antitakeover*, se ha producido en la jurisprudencia y doctrina comparada en las últimas décadas. Los objetivos a lo largo de sus páginas son dos: (i) aportar una noción de cuál es el régimen legal óptimo que debería regular las medidas *antitakeover*, luego de revisar los diferentes modelos jurídicos sobre la materia, legislativos, jurisprudenciales y doctrinales; y, (ii) aprovechar esta oportunidad para profundizar en la tipicidad y el funcionamiento de las medidas *antitakeover* que puede adoptar una sociedad listada, tanto a nivel general como especial.

A partir de la teoría de los costos de agencia, el trabajo reconoce la dificultad de alinear los intereses de los accionistas con el de los administradores de la sociedad (directorio y gerencia) y pretende sugerir la existencia de mecanismos corporativos para reducirla. Uno de esos mecanismos de alineación es, precisamente, el mercado del control corporativo a través de la oferta pública de adquisición. Así, la sola posibilidad de que la sociedad sea vendida por sus accionistas a terceros que, eventualmente, puedan remover a la administración desincentiva a los administradores de actuar en contra de los intereses del accionariado.

La oferta pública de adquisición hostil es la oferta pública que efectúa una persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa (sociedades listadas). Este término es el equivalente en el sistema continental a lo que en la legislación anglosajona se conoce como *tender-offer*. La oferta hostil es precisamente aquella lanzada con el objetivo de tomar el control de una sociedad, en contra de la voluntad de los administradores o de los accionistas que detentan dicho control.

Cuando la oferta es hostil a los intereses de los administradores (típicamente, los directores), es esperable que estos últimos empleen mecanismos para evitar la toma de dicho control, ante la posibilidad de que una nueva estructura de propiedad de la sociedad remueva a la administración o afecte sus intereses en la sociedad a nivel político o económico. Son esas medidas precisamente el objeto de estudio del trabajo. La controversia con relación a ellas surge por el riesgo de que la administración las emplee en sus propios intereses.

Cabe señalar que la experiencia peruana en materia de adquisiciones hostiles es escasa. Ello limita enormemente la posibilidad de encontrar fuentes de derecho nacional sobre la materia. En consecuencia, este trabajo toma como fuentes principales la doctrina y la jurisprudencia comparada, esencialmente estadounidense. Se utilizarán fuentes de dicho sistema jurídico no solamente por su mayor accesibilidad bibliográfica, sino también porque fue en Estados Unidos donde el fenómeno objeto de estudio ha alcanzado mayor desarrollo.

En el primer capítulo (parte general), se presentará un marco teórico general de las medidas *antitakeover*, presentando su concepto, funcionamiento y diferentes soluciones que ha proporcionado la legislación, jurisprudencia y doctrina comparadas. El objetivo de este capítulo es indagar y proponer un régimen legal óptimo que defina en qué supuestos las medidas *antitakeover* son válidas y bajo qué estándares deben ser evaluadas. En las siguientes secciones (parte especial), se estudia el arsenal de las medidas *antitakeover* y los abundantes criterios para evaluar la legalidad de cada una de ellas. Así, en el segundo capítulo, se analiza una medida *antitakeover* en particular, las *poison pills*. En el tercer capítulo, se trata sobre otra medida que ha sido desarrollada por la doctrina, las *lockups*. Finalmente, en el cuarto capítulo, se abordan otras medidas *antitakeover*.

Lima, 1° de julio de 2013.

## CAPÍTULO 1

### Teoría general de las medidas *antitakeover*

#### 1.1. Conflicto de intereses y medidas *antitakeover*

Tradicionalmente, la regulación y la doctrina en materia de adquisiciones de empresas listadas se ha enfocado en tres grandes temas: (i) el mantenimiento de un equilibrio adecuado entre los intereses de los accionistas y los de los administradores de las sociedades objetivo, (ii) el mantenimiento de un equilibrio adecuado entre los intereses de los “invasores corporativos” (*corporate raiders*) y los accionistas de la sociedad objetivo; y, (iii) la protección del interés público.<sup>(1)</sup> Así, en cuanto al primer tema, buena parte de la doctrina del derecho de sociedades y del mercado de valores se ha concentrado en determinar si las limitaciones al poder de la administración son necesarias para proteger los intereses de los accionistas (una de dichas limitaciones es el mercado de control corporativo, en cuyo contexto se desarrolla el objeto del presente trabajo). El segundo tema surge de la preocupación de los reguladores de que los *corporate raiders* no se beneficien a expensas de los accionistas. El tercero, la

---

(1) BRADLEY, Caroline. *Corporate Control: Markets and Rules*. En: *The Modern Law Review*, Volumen 53, Número 2, marzo de 1990. Publicado por Wiley, en nombre de The Modern Law Review, p. 170.

protección de un interés público o general (por ejemplo, mediante la protección del mercado en sí mismo) incluso inspira algunas legislaciones del mercado de valores<sup>(2)</sup> y, además, en algunos sistemas jurídicos y en algunos sectores de la economía, informa las normas de derecho de la competencia que inciden en la actividad de las fusiones y adquisiciones.<sup>(3)</sup>

Aunque, a lo largo de sus páginas, se podrá apreciar cómo las tres aristas se interrelacionan y complementan, el presente estudio tiene como problemática fundamental el primero de los temas mencionados: el conflicto de intereses entre los accionistas y la administración (y los consecuentes costos de agencia que se desarrollarán *infra* § 1.8.2). De hecho, como una cuestión del derecho de sociedades, los intereses de los primeros siempre están en relativo conflicto con los de los segundos: el núcleo de la teoría de la firma predica que los administradores tienen (y deben tener) una considerable discreción para asumir riesgos con el capital que proporcionan los inversionistas<sup>(4)</sup>.

El derecho de sociedades moderno otorga a la administración un rol, en mayor o menor medida, en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Los administradores tanto de una sociedad adquirente como de una objetivo usualmente deben negociar, aprobar y/o intervenir en los términos de una operación de fusión y/o adquisición. En el

- 
- (2) Véase, por ejemplo, Decreto Supremo N° 093-2002-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Artículo 1°. “La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores [...]”.
- (3) Véase, por ejemplo, EASTERBROOK, Frank H. *Toehold Acquisitions and the Potential Competition Doctrine*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 40, Número 1, otoño de 1972. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 156-184; ROCK, Edward. *Antitrust and the Market for Corporate Control*. En: *California Law Review*, Volumen 77, Número 6, diciembre de 1989. Publicado por California Law Review, Inc., pp. 1365-1428; BEBCHUK, Lucian Arye y Allen FERRELL. *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 87, Número 1, marzo de 2001. Publicado por Virginia Law Review, pp. 111-164.
- (4) BRADBURY, Steven G. *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 87, Número 1, octubre de 1988. Publicado por The Michigan Law Review Association, p. 300.

caso de fusiones, el órgano social encargado de la administración debe aprobar el proyecto de fusión antes de que la junta general de accionistas pueda pronunciarse sobre él. Sin embargo, en el caso de ofertas públicas de adquisición (*tender offers*, en el *common law*) de acciones de sociedades listadas, la participación de la administración de la sociedad objetivo se ve, en principio, reducida al informe que, en algunas jurisdicciones, el órgano de administración está obligado a emitir sobre la conveniencia o inconveniencia de la oferta.<sup>(5)</sup> Entonces, como con un lente de aumento, el fenómeno del conflicto mencionado en el párrafo anterior puede vislumbrarse cuando se formula una oferta pública de adquisición<sup>(6)</sup> y, además, esta es hostil (*hostile* o *unsolicited takeovers*), es decir, no solicitada por la administración y, más aún, contraria a sus intereses.

De esta manera, como explicaban Easterbrook y Fischel en el famoso artículo de 1981 con el que marcaron un verdadero hito en la discusión que atañe a estas páginas, una oferta pública de adquisición típicamente presenta a los accionistas de la sociedad 'objetivo' la oportunidad de vender muchas de sus acciones (si no todas) rápidamente y a una prima por encima del precio de mercado.<sup>(7)</sup> Sin embargo, ocurre que, en palabras de Gilson, si bien “[p]or un lado una oferta proporciona a los accionistas la oportunidad de vender sus acciones por una prima sustancial sobre el precio de mercado [...], la oferta pública de adquisición es el principal mecanismo por

- 
- (5) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF-94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, Artículo 15°. Asimismo, en España: Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, Artículo 24°.
- (6) KAHAN, Marcel. *Sales of Corporate Control*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 9, Número 2, octubre de 1993. Publicado por Oxford University Press, pp. 368-369. Desarrolla la eficiencia relativa de la *tender offer rule* y de la *private negotiation rule*.
- (7) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1161.

el cual la administración puede ser despojada del control a la fuerza”,<sup>(8)</sup> con la consecuente pérdida de sus salarios y otros beneficios, sean pecuniarios o no pecuniarios (incluyendo, posiblemente, el prestigio). Peor aún, como denunciaba Manne, el control sobre el acceso a los accionistas del que goza la administración proporciona a esta última el poder de “vender” dicho acceso a un ofertante a cambio de, por ejemplo, contratos de trabajo favorables o beneficios complementarios tales como *stock options*.<sup>(9)</sup>

Existiendo el conflicto de intereses mencionado, es previsible que la administración se resista a una adquisición hostil mediante determinadas acciones (las que pueden ser tomadas tanto antes como después de la formulación de la oferta), más allá del pronunciamiento que debe efectuar el directorio sobre la conveniencia de la oferta. Para adoptar estas acciones, la administración puede argumentar, por ejemplo, que la prima es insuficiente con relación al verdadero valor de la sociedad, que una mejor prima podría ser obtenida en el futuro y/o que los potenciales nuevos propietarios podrían causar un daño a la sociedad. La dificultad radicará en distinguir entre aquellas sociedades que resisten una oferta porque alguno de estos argumentos es razonable y aquellas que lo hacen en un intento interesado y egoísta de la administración por mantener sus beneficios y/o control. Estas acciones de resistencia son las denominadas medidas contra la toma de control o medidas *antitakeover*.

Nótese nuevamente cómo, en las denominadas “adquisiciones estatutarias” (por ejemplo, las realizadas mediante fusiones y otras reorganizaciones bajo el

---

(8) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, p. 819.

(9) MANNE, Henry. *Mergers and the Market for Corporate Control*. En: *The Journal of Political Economy*, Volumen 73, Número 2, abril de 1965. Publicado por The University of Chicago University Press, pp. 117-118.

derecho de sociedades), es el directorio de una sociedad el encargado de aprobarlas. Si el directorio rechaza un proyecto de fusión o escisión, los accionistas no están autorizados a analizar dicha decisión<sup>(10)</sup> y, luego de aprobado el proyecto, existirá el deber del directorio de abstenerse de realizar actos que puedan afectar la aprobación del proyecto o la relación de canje.<sup>(11)</sup> Por el contrario, en adquisiciones realizadas mediante ofertas públicas de adquisición, un postor formula una oferta directamente a los accionistas y, si tiene éxito, puede concretar la operación pasando por encima de la opinión del directorio con relativamente mayor facilidad en comparación con lo que ocurre en una fusión. Como señala Bainbridge, las medidas *antitakeover* otorgan al directorio, en el contexto de las adquisiciones vía oferta pública, una función de “portero” que solía tener únicamente en las estatutarias.<sup>(12)</sup>

Las cortes y autoridades regulatorias en los Estados Unidos de América reconocieron la existencia de este conflicto de interés entre la administración por preservar el control de la sociedad y los accionistas por acceder a la prima de control en el contexto de una oferta hostil, casi desde que este mecanismo de adquisición surgió alrededor de la década de 1950. Así, la Corte Suprema del estado de Delaware, al resolver en casos derivados de la primera ola de adquisiciones luego del fin de la Segunda Guerra Mundial, abordó el tema en la década de los 1960, durante la cual destacó el célebre *Cheff v. Mathes* (véase *infra* § 1.6.1).

## 1.2. El problema de las fusiones y adquisiciones negociadas

---

(10) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículos 346° y 371°.

(11) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículos 348° y 373°.

(12) BAINBRIDGE, Stephen. *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, p. 792.

El peligro de “venta” del acceso a los accionistas enunciado por Gilson, permite afirmar que un estudio sobre las adquisiciones hostiles debe abordar también, siquiera tangencialmente, el tema de las fusiones y adquisiciones negociadas o amistosas (*friendly o negotiated acquisitions*), en cuanto estas negociaciones de la administración con un postor amigable (*white knight*), tanto antes como después de la oferta pública de adquisición, pueden constituir también una medida *antitakeover*. Como señala Bebchuk, “[u]na adquisición puede ser también el producto de negociaciones entre la administración de la objetivo y el adquirente. Luego de identificar un objetivo, un potencial adquirente puede bien aproximarse a una administración con una oferta de adquisición. La iniciativa para las negociaciones de adquisición puede también venir de la administración de la objetivo. Una vez que la administración y el adquirente potencial acuerdan los términos, se consumará una adquisición negociada mediante una fusión o una oferta pública de adquisición amigable”.<sup>(13)</sup>

Las operaciones de fusiones y adquisiciones negociadas han recibido menos atención por parte de la doctrina que sus contrapartes hostiles. Sin embargo, ambas clases de operaciones comparten un problema muy similar: la participación de la administración, que, como se ha indicado, es más intensa y connatural en una adquisición negociada. La coexistencia de la participación de la administración y de los accionistas de la sociedad objetivo que se produce por excelencia en las adquisiciones negociadas presenta dos inconveniencias. En primer lugar, algunos administradores involucrados en la operación tienen un inevitable conflicto de interés, pues un postor podría ofrecer a la administración diversos beneficios y esta podría aceptar o rechazar una oferta de fusión o adquisición basándose en razones personales y no en el interés

---

(13) BEBCHUK, Lucian. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1042.

de los accionistas. En segundo lugar, aunque una operación de fusión o adquisición negociada representa un cambio fundamental en la naturaleza de la inversión de los accionistas de la objetivo -razón por la cual el derecho de sociedades otorga a los accionistas el derecho de voto frente a un proyecto de fusión- la administración puede celebrar, sin la aprobación de los accionistas, acuerdos de fusión con exclusividad (véase *infra* § 3.1) que predeterminen el resultado del voto de los accionistas o que eviten ofertas competidoras.<sup>(14)</sup>

Tradicionalmente, y al igual que en la evaluación del comportamiento de la administración ante ofertas hostiles (véase *infra* § 1.6.1), las cortes han abordado estas preocupaciones como cuestiones que involucran los deberes fiduciarios de cuidado y lealtad del directorio. Sin embargo, lo cierto es que existen mecanismos privados de monitoreo que, a diferencia de las cortes, pueden ejercer algún control sobre la conducta de la administración de la objetivo. Por un lado, el voto de los accionistas o su decisión de no vender sus acciones (el mecanismo estructural), contruidos en la misma estructura del derecho de sociedades, pueden ejercer control tanto en los motivos como en la conveniencia de un acuerdo de la administración de aprobar la fusión o de “allanarse” a la adquisición. Adicionalmente, el mercado (el mecanismo de mercado) puede proporcionar opciones alternativas en la forma de proyectos de fusión competidores u ofertas públicas de adquisición.<sup>(15)</sup>

Para autores como Johnson y Siegel, las cortes no han monitoreado correctamente la conveniencia de las decisiones de la administración en operaciones

- 
- (14) JOHNSON, Jennifer y Mary SIEGEL. *Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 136, Número 2, diciembre de 1987. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 317-318.
- (15) JOHNSON, Jennifer y Mary SIEGEL. *Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 136, Número 2, diciembre de 1987. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p. 318.

de control corporativo y apenas son ineficientes mecanismos de monitoreo del deber de lealtad. Pero, además, lejos de solucionar el problema, las cortes lo han incrementado declarando la validez de medidas *antitakeover* (según se explicará *infra* § 1.6) que, al combinarse con operaciones negociadas de fusión o adquisición, interfieren con los mecanismos de monitoreo estructural y de mercado que, de otro modo, podrían mitigar el conflicto de interés<sup>(16)</sup> que también se presenta en estas operaciones negociadas.

Las autoras citadas proponen solucionar el problema radicalmente con una regulación que solo permita a los directores independientes pronunciarse sobre un proyecto de fusión y que limite la facultad de la administración de celebrar acuerdos de exclusividad sin la aprobación previa de los accionistas, de modo tal que se garantice el funcionamiento de los mecanismos estructurales y de mercado de monitoreo.<sup>(17)</sup> En el capítulo 3, habrá oportunidad de profundizar en el debate sobre las adquisiciones negociadas y acuerdos de exclusividad como respuesta a una oferta hostil y conocer otras propuestas regulatorias.

### 1.3. Los efectos de las tomas de control hostiles

En términos generales, la toma de control hostil tiene una doble función. Primero, una toma de control puede incrementar el valor de la firma adquirida, pues transfiere sus activos a quien está en la capacidad de darles un uso más eficiente, generando así ganancias para los accionistas y la sociedad. Segundo, la mera

---

(16) JOHNSON, Jennifer y Mary SIEGEL. *Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 136, Número 2, diciembre de 1987. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 343-344.

(17) JOHNSON, Jennifer y Mary SIEGEL. *Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 136, Número 2, diciembre de 1987. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p 320.

amenaza de una de adquisición hostil ayuda a “disciplinar” a los administradores en ejercicio, incentivándolos a gestionar eficientemente una sociedad.<sup>(18)</sup>

Sobre la primera función, debe tenerse en cuenta que la gestión de los recursos de una empresa se determina en el mercado laboral de administradores o en el mercado del control corporativo (aunque Gilson añade el mercado de capitales y el mercado de productos, veáse *infra* § 1.8.2). En el mercado laboral, el mejor manejo y las mejores combinaciones de los activos de la empresa y, por tanto, su mayor valor y los retornos para sus accionistas, están en relación directa a la calidad de gerentes y directores que haya podido conseguir en el mercado. Sin embargo, en el mercado de control corporativo, también puede ocurrir que estos recursos sean reasignados a una estructura de producción más eficiente si es que un grupo de control adquiere la compañía y remueve a la administración anterior o reformula las políticas de generación y redistribución de valor de la empresa.<sup>(19)</sup>

Sobre la segunda función, la posibilidad de una adquisición no deseada, al aumentar también la probabilidad de que los accionistas reciban una prima, induce a la administración a maximizar las ganancias de la sociedad<sup>(20)</sup> y a no malversar en su beneficio los recursos de esta, tan solo para evitar que los accionistas deseen transferir sus acciones. Naturalmente, para que las tomas de control desplieguen cualquiera de esas funciones, los potenciales adquirentes deben obtener suficientes

- 
- (18) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1551. En el mismo sentido, GORDON, Jeffrey N. y Lewis A. KORNHAUSER. *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 96, Número 2, diciembre de 1986. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 296.
- (19) MACMINN, Richard D. y Douglas O. COOK. *An Anatomy of the Poison Pill*. En: *Managerial and Decision Economics, Special Issue: Corporate Structure and Control*, Volumen 12, Número 6, diciembre de 1991. Publicado por John Wiley & Sons, p. 481.
- (20) BEBCHUK, Lucian. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1034.

beneficios para justificar incurrir en los costos asociados con buscar compañías objetivo ineficientemente administradas y lanzar ofertas sobre ellas.

En los Estados Unidos de América, antes de la promulgación de la denominada *Williams Act* de 1968 (el instrumento legislativo federal en materia de ofertas públicas de adquisición), los adquirentes podían estructurar sus ofertas de una manera diseñada para forzar a los accionistas a decidir rápidamente si vendían todo o parte de sus acciones a una determinada prima y, en consecuencia, la administración contaba con poco tiempo para poner en práctica una estrategia defensiva. La *Williams Act* y, posteriormente, la legislación y jurisprudencia estatal, al regular las condiciones y plazos bajo los cuales debían realizarse las ofertas públicas de adquisición, restringieron los métodos ofensivos del ofertante<sup>(21)</sup> y, sin proponérselo, proporcionaron a la administración el tiempo para efectuar su estrategia defensiva.

Curiosamente, la *Williams Act* de 1968 fue adoptada en medio de una creciente preocupación por la necesidad en las empresas listadas de tener una administración responsable. De acuerdo con Lowenstein, en dicha época, las administraciones de las sociedades eran vistas como “petulantes, ineficientes, lentas y, peor aun, indebidamente atrincheradas”.<sup>(22)</sup> En consecuencia, como explicaba por entonces Manne, la solución de dicho problema requería un mercado de control corporativo activo a fin de proporcionar a los “accionistas tanto un poder como una protección

---

(21) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1162-1163.

(22) LOWENSTEIN, Louis. *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 83, Número 2, marzo de 1983. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 252.

adecuada respecto a sus intereses en los asuntos de la compañía”.<sup>(23)</sup> Para ello, la oferta pública de adquisición era atractiva pues no estaba sujeta al control de la administración. En los círculos académicos, se consideraba que daría una oportunidad para fijar un nuevo y mejor balance en el gobierno de la sociedad listada por primera vez en el debate de la separación de propiedad y control.<sup>(24)</sup>

La oferta pública de adquisición hostil recién adquirió importancia luego de que Morgan Stanley (que, al igual que otros reconocidos bancos de inversión, se había negado tradicionalmente a trabajar en ofertas hostiles) rompió esquemas en 1974 para asesorar en una oferta hostil sobre International Nickel. Fue entonces, a comienzos de la década de 1980, que la mayoría de empresas listadas estadounidenses eran vulnerables a ofertas hostiles, y desarrollaron, como nunca antes, medidas *antitakeover* para mitigar el riesgo de una toma de control imprevista. Para la mitad de la década, las sociedades adoptaban un número de defensas en la forma de modificaciones al pacto social, de las cuales las más significativas eran el directorio escalonado o clasificado (*staggered board*), que impone un año de retraso en los esfuerzos de los accionistas de tomar el control del directorio de una sociedad objetivo.<sup>(25)</sup>

- 
- (23) MANNE, Henry G. *Mergers and the Market for Corporate Control*. En: *The Journal of Political Economy*, Volumen 73, Número 2, abril de 1965. Publicado por The University of Chicago University Press, p. 112.
- (24) LOWENSTEIN, Louis. *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 83, Número 2, marzo de 1983. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 252.
- (25) COATES, John C., IV. *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*. En: *California Law Review*, Volumen 89, Número 5, octubre de 2001. Publicado por California Law Review, Inc., p. 1306.

Cabe señalar que las bondades de las adquisiciones hostiles no son aceptadas pacíficamente, ni en la doctrina ni en la legislación comparadas.<sup>(26)</sup> Hay autores – minoritarios, por cierto- que sostienen que existen mecanismos mucho menos costosos que las adquisiciones hostiles para desincentivar el oportunismo de la administración. Goshen afirma que una política de dividendos controlada por los accionistas reduce los fondos disponibles para financiar costosos beneficios a favor de los administradores y/o inversiones ineficientes.<sup>(27)</sup> Por el contrario, obliga a la administración a financiar nuevos proyectos en el mercado de capitales, en donde la sociedad estará sujeta a una estricta evaluación, que terminará mejorando su desempeño y, a diferencia de las adquisiciones hostiles, constituye un control *ex ante* y no *ex post*. Por eso, el autor mencionado propone que el derecho de sociedades debería otorgar a cada accionista la opción de decidir si reciben sus dividendos en

- 
- (26) Para mayor referencia sobre este debate, véase LOWENSTEIN, Louis. *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 83, Número 2, marzo de 1983. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 249-334; JENSEN, Michael C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. En: *The American Economic Review*, Volumen 76, Número 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, mayo de 1986. Publicado por American Economic Association, pp. 323-329; BEBCHUK, Lucian Arye. *Fairness Opinions: How Far Are They and What Can Be Done About It*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1989, Número 1, *Symposium: Fundamental Corporate Changes: Causes, Effects and Legal Responses*, febrero de 1989. Publicado por Duke University School of Law, pp. 27-53; COHEN, Lloyd R. *Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of Stock and Signaling*. En: *The Journal of Legal Studies*, Volumen 19, Número 1, enero de 1990. Publicado por The University of Chicago Press para The University of Chicago Law School, pp. 113-143; STOUT, Lynn A. *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value and Corporate Law*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 99, Número 6, abril de 1990. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1235-1296; GIMER, Jennifer L. *Tender Offers in the Broadcast Industry*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1991, Número 1, febrero de 1991. Publicado por Duke University School of Law, pp. 240-269; ROMANO, Roberta. *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*. En: *The Yale Law Journal on Regulation*, Volumen 9, 1992, pp. 119-180; DANIELS, Ronald. *Shareholder and Takeovers: Can Contractarianism Be Compassionate*. En: *The University of Toronto Law Journal*, Volumen 43, Número 3, *Special Issue on Corporate Stakeholder Debate: The Classic Theory and Its Critics*, verano de 1993. Publicado por University of Toronto Press, pp. 315-351; DEAKIN, Simon y Giles SLINGER. *Hostile Takeovers, Corporate Law and the Theory of the Firm*. En: *Journal of Law and Society*, Volumen 24, Número 1, *Corporate Governance*, marzo de 1997. Publicado por Wiley en nombre de Cardiff University, pp. 124-151; MCGINTY, Park. *Replacing Hostile Takeovers*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 144, Número 3, enero de 1996. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 983-1076; BERGSTRÖM, Clas, Peter HÖGFELDT y Johan MOLIN. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 13, Número 2, octubre de 1997. Publicado por Oxford University Press, pp. 433-451.
- (27) GOSHEN, Zohar. *Shareholder Dividend Options*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 104, Número 4, enero de 1995. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 893-895.

efectivo<sup>(28)</sup> o en acciones emitidas como consecuencia de la capitalización de las utilidades.

Además, tal como relata Moerland, existen dos tipos de sistemas corporativos: (i) el sistema orientado al mercado (*market-oriented system*), que prevalece en los Estados Unidos de América y en el Reino Unido, y (ii) el sistema orientado a redes (*network-oriented system*), que prevalece en, por ejemplo, la República Federal Alemana, el Estado de Japón y el Reino de los Países Bajos. El primero se caracteriza por sus relativamente más desarrollados mercados financieros, amplia presencia de sociedades con accionariado altamente difundido y activos mercados de control corporativo. El segundo sistema, por su lado, se caracteriza por la mayor incidencia de sociedades cerradas y un sustancial involucramiento de los bancos en las finanzas corporativas y el control corporativo.<sup>(29)</sup> Los sistemas orientados a redes son más reacios a incorporar la oferta pública de adquisición hostil dentro del mercado de control corporativo.

La afirmación básica de que la adquisición de la sociedad permitirá a sus accionistas acceder a la prima sobre el precio de mercado permitiría concluir que las ofertas públicas de adquisición hostiles benefician a los accionistas y, por tanto, que las medidas *antitakeover* deberían ser idealmente restringidas (o prohibidas) por el derecho. No obstante, la discusión es mucho más compleja y, como se ha anunciado, el objetivo del presente trabajo es identificar la regulación más adecuada para este

---

(28) GOSHEN, Zohar. *Shareholder Dividend Options*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 104, Número 4, enero de 1995. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 884.

(29) MOERLAND, P. W. *Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems*. En: *Journal of Economic Behaviour and Organization*, Volumen 7, p. 17.34. Citado por: KABIR, Rezaul, Dolph CANTRIJN y Andreas JEUNINK. *Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in the Netherlands: An Empirical Analysis*. En: *Strategic Management Journal*, Volumen 18, Número 2, febrero de 1997. Publicado por Wiley, p. 99.

fenómeno; antes de entrar en dicho desarrollo central, se discutirán algunos aspectos conceptuales adicionales.

#### 1.4. El arsenal de medidas *antitakeover*

La variedad de las medidas *antitakeover* es tan vasta como la creatividad de las sociedades y los asesores financieros y legales que las han ido poniendo en práctica. Quizás puede afirmarse que es comparable a la variedad de medidas ofensivas que pueden tomar los adquirentes hostiles, entre las que cabe mencionar los *Saturday night specials* o “especiales de sábado en la noche” (ofertas realizadas sin consulta con la objetivo y que tienen por plazo el mínimo requerido, minimizando así el tiempo disponible para que la administración planee su resistencia y maximizando la presión sobre los accionistas), los *bear-hugs* o “abrazos de oso” (la intimidante notificación que un postor hostil realiza a la administración de la sociedad objetivo anunciando que formulará una oferta y buscando su colaboración), y los *Godfather offers* o “propuestas del Padrino” (una oferta tan buena que los directores llegan a creer que no pueden razonablemente rechazarla).<sup>(30)</sup>

De este modo, ante la formulación de una oferta hostil, la administración de la sociedad objetivo podría tomar, entre otras, cualquiera de las siguientes acciones:

- a) Contar con una guía de acciones a ser tomadas en caso de producirse una oferta hostil (el *black book* o “libro negro”).

---

(30) GILSON, Ronald J. *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 34, 1982. Publicado por Stanford Law Review, pp. 775-790. Citado por: GILSON, Ronald J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. Segunda edición. Westbury, New York: The Foundation Press, Inc., 1995, pp. 734-735.

- b) Comunicar al postor hostil que la administración de la objetivo colaborará con este, pero a un precio excesivamente más alto al propuesto (el *reverse bear-hug* o “abrazo de oso inverso”).
- c) Negociar con el postor hostil, pero únicamente para ganar tiempo (el *sandbag* o “saco de arena”).
- d) Buscar a un adquirente amistoso (el *white knight* o “caballero blanco”) y venderle un bloque de valores mobiliarios, otorgarle opciones para adquirir un bloque de valores mobiliarios (*stock lockup options*) o activos clave (*asset lockup options*) o fusionarse con él.
- e) Emitir<sup>(31)</sup> o transferir<sup>(32)</sup> un bloque de acciones en cartera o emitir acciones del denominado “capital autorizado” (o, más precisamente, “capital delegado”)<sup>(33)</sup> a favor de un tercero amigable.
- f) Efectuar adquisiciones que creen problemas regulatorios o de libre competencia, por ejemplo, adquiriendo un competidor del oferente.<sup>(34)</sup>
- g) Reducir el valor de la sociedad para volverse menos atractiva al ofertante (la *scorched earth defense* o “defensa de tierra quemada”) mediante, por ejemplo, el endeudamiento, la adquisición de otra compañía, la desinversión mediante venta o escisión en activos o divisiones clave, presumiblemente muy atractivos para el ofertante (la *crown jewels defense* o “defensa de las joyas de la corona”) o la liquidación de la sociedad.
- h) Formular la sociedad objetivo una oferta pública de adquisición sobre sus propias acciones (la *self tender offer* o “auto-OPA”).

---

(31) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 98°.

(32) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 104°.

(33) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 206°.

(34) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1162.

- i) Readquirir sus propias acciones para prevenir que sean vendidas al ofertante (las *stock repurchases* o recompras de acciones).
- j) Adquirir la participación del oferente en la sociedad a una prima considerable (el *greenmail*)
- k) Litigar alegando el incumplimiento de leyes en materia de mercado de valores o de derecho de la competencia (el *show stopper* o “finalizador del espectáculo”).
- l) Formular una oferta pública de adquisición sobre las acciones del ofertante (la *pacman defense*).<sup>(35)</sup>

Todas las defensas mencionadas en el párrafo anterior típicamente se adoptan luego de que la oferta se ha formulado o, por lo menos, una vez que ya existe una amenaza de que la oferta se formule. Sin embargo, como se percató Baron, la administración de la objetivo también podría promover y conseguir una serie de medidas para desincentivar o prevenir cualquier oferta, incluso antes de que esta se formule.<sup>(36)</sup> Para cumplir esta función de *deterrence*, sirven las siguientes medidas:

- a) Adoptar estipulaciones en el pacto social y en el estatuto (*shark repellents*) a fin de proteger a los accionistas minoritarios en el caso que un ofertante esté en la capacidad de controlar al directorio, tales como requisitos de supermayoría que exijan más de la mayoría de los votos para aprobar fusiones y operaciones similares con personas vinculadas (*supermajority*), estipulaciones de “precio justo” (*fair price provisions*), y cláusulas de redención obligatoria (*compulsory*

---

(35) BARONOFF, Steven A. *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 93, Número 6, mayo de 1984. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1101.

(36) BARON, David P. *Tender offers and management resistance*. En: *The Journal of Finance*, Volumen 38, Número 2, *Papers and Proceedings Forty-First Annual Meeting American Finance Association, New York, December 28-30, 1982*, mayo de 1983. Publicado por American Finance Association, p. 332.

*redemption provisions*). Estas medidas dificultan la adquisición de una participación significativa o el acceso al control sinérgico de la sociedad (dificultando una fusión) incluso si la oferta pública es exitosa.

- b) Como una modalidad especial de *shark repellents*, adoptar estipulaciones en el pacto social y en el estatuto a fin de prevenir cambios en el directorio, tales como escalonar el directorio (*staggered board*), limitar el derecho de los accionistas de efectuar nominaciones a directores, limitar los derechos de los accionistas de convocar a juntas generales de accionistas extraordinarias o de remover a los directores sin causa, evitar la “empaquetadura” del directorio, limitar el derecho de los accionistas de ejercer su derecho de voto por escrito.
- c) Como una modalidad especial de *shark repellents*, autorizar al directorio, mediante una modificación al estatuto o al pacto social a revisar cualquier cambio en el control a la luz de sus efectos en los empleados, el negocio de la objetivo y la economía nacional.
- d) Establecer largos y costosos contratos *golden parachutes* que se activan por cualquier cambio en el control.
- e) Emitir un plan de derechos accionariales (*poison pill*).
- f) Crear planes pensionarios de propiedad laboral de las acciones de la sociedad (*employment stock ownership plan* o ESOP).
- g) Incluir en los contratos de crédito como causal de incumplimiento el cambio de control<sup>(37)</sup> y cláusulas similares en contratos con terceros (*embedded defenses* o “defensas inscrustadas”).

---

(37) BARONOFF, Steven A. *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 93, Número 6, mayo de 1984. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1102.

Entonces, las medidas *antitakeover* pueden ser desplegadas en cualquiera de los dos momentos del proceso de adquisición, es decir, antes o después de la oferta. Siguiendo dicho criterio, Gilson clasificó las medidas *antitakeover* en dos grupos:

- (i) las medidas defensivas (también, *defensive tactics* o “tácticas defensivas”), que se adoptan luego de que se formula una oferta o de que un probable o inminente ofertante es identificado, y la independencia de la objetivo se ve amenazada; y,
- (ii) las medidas prospectivas, que se adoptan (en el pacto social o estatuto, en un acuerdo de junta general de accionistas o en un contrato) antes de cualquier oferta de adquisición, como un *deterrent* que vuelve a la objetivo menos atractiva y de más difícil adquisición, convenciendo así a cualquier posible ofertante a abstenerse de iniciar el ataque. Aunque Gilson se refiere a todas ellas como “*shark repellents*”, este término define propiamente a aquellas medidas preoferta que se incorporan en el estatuto o en el pacto social.<sup>(38)</sup> Típicamente, para que una medida prospectiva surta sus efectos disuasivos, no requiere que el directorio ejecute ninguna acción adicional con posterioridad a la formulación de la oferta o al conocimiento de su inminencia.

Existen algunas medidas, como el *standstill agreement*, las *lockup options* y las propias *poison pills* que pueden con frecuencia funcionar como ambas, pues pueden adoptarse tanto antes como después de la formulación de la oferta. La clasificación de

---

(38) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, p. 819.

un mecanismo como pre o post oferta, entonces, no es rígida y depende más de la práctica que de una definición teórica.

La variedad, eficacia y legalidad de las medidas *antitakeover* dependerá no solo de la creatividad de los administradores de la sociedad y de sus abogados, sino también, sobre todo, del derecho aplicable. Así, por ejemplo, la adquisición del competidor del ofertante constituirá una táctica defensiva en los sistemas jurídicos donde existe un control previo de fusiones como una cuestión de derecho de la competencia.

Las medidas *antitakeover* a menudo son cuestionadas judicialmente por el ofertante, quien desea que su oferta tenga éxito, y por los accionistas de la objetivo, que quieren acceder a las ganancias líquidas que otorgan las altas primas sobre el precio de mercado. Usualmente, ese cuestionamiento se produce mediante la solicitud de tutela cautelar antes de que el plazo de la oferta expire<sup>(39)</sup>. La jurisprudencia y, en alguna medida, la regulación comparadas han desarrollado reglas y estándares orientados a proteger los intereses de los accionistas (o de la sociedad o, incluso, del mercado) frente a un uso abusivo (o irrazonable) de las medidas *antitakeover* por parte de la administración.

### 1.5. Las opciones regulatorias en la legislación comparada

Dado que, en lo sistemas jurídicos pertenecientes a la tradición romanista, la legislación es la fuente de derecho más importante, una primera aproximación al tema

---

(39) DELAMATER, Robert G. *Target Defensive Tactics as Manipulative under Section 14(e)*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 1, enero de 1984. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 229.

materia del presente trabajo debe consistir en revisar descriptivamente cuál es el tratamiento que han recibido las medidas *antitakeover* en otras jurisdicciones. Además, teniendo en cuenta que uno de los objetivos del presente estudio es formular la regulación más apropiada sobre las medidas *antitakeover*, sirve analizar cuál es el estado de la cuestión.

Esta sucinta revisión aborda el tratamiento legislativo en algunos de los sistemas que tienen los mercados de capitales más avanzados, así como los sistemas español y peruano. Como se podrá apreciar, el tema de las medidas *antitakeover* no ha sido obviado en la regulación comparada.

#### 1.5.1. En los Estados Unidos de América

El marco legal estadounidense en materia de fusiones y adquisiciones comprende las leyes estatales de sociedades (por ejemplo, la *Delaware's General Corporation Law*, la *New York Business Corporation Law* o el *California Corporations Code*) y las leyes federales en materia de mercado de valores (principalmente, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities and Exchange Act* de 1934)<sup>(40)</sup>. La antes mencionada *Williams Act* de 1968 (oficialmente, la *Act providing for full disclosure of corporate equity ownership of securities under the Securities Exchange Act of 1934*) es una modificatoria a la mencionada *Securities and Exchange Act* que recibe su nombre por el auspicio recibido del senador demócrata de New Jersey, Harrison Arlington Williams, Jr.

---

(40) HALL, Richard and Mark GREENE. *Chapter 60. United States*. En: ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, p. 600.

Ahora bien, como explica DeLaMater, en un inicio los ofertantes y los accionistas que cuestionaban, en particular, las tácticas defensivas centraron sus argumentos en la regulación federal sobre información en el mercado de valores y en el desarrollo estatal de los deberes fiduciarios. Sin embargo, ante la insuficiencia de dichos argumentos, casos tales como el famoso *Mobil Corp. v. Marathon Oil Co.* buscaron una alternativa y consideraron que la prohibición en la § 14(e) de la *Williams Act* contra “actos o prácticas manipulativas en relación con cualquier oferta pública de adquisición” regulan las maniobras defensivas de la sociedad objetivo.<sup>(41)</sup> Exactamente, el texto legislativo es el siguiente:

*“It shall be unlawful for any person to make any untrue statement of a material fact or omit to state any material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they are made, not misleading, or to engage in any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer or request or invitation for tenders, or any solicitation of security holders in opposition to or in favour of any such offer, request or invitation. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations, define and prescribe means reasonably designed to prevent such acts or practices as are fraudulent, deceptive and manipulative”* (subrayado añadido).

Para DeLaMater, del texto legislativo se desprenden dos prohibiciones con relación a cualquier oferta pública de adquisición o solicitud o invitación a ofrecer o cualquier solicitud de tenedores de valores mobiliarios: (i) la de realizar cualquier declaración falsa de un hecho material u omitir declarar cualquier hecho material necesario a fin de que las declaraciones efectuadas, a la luz de las circunstancias en que son efectuadas, no sean equívocas; y, (ii) la de involucrarse en cualesquier actos o prácticas fraudulentas, dolosas o manipulativas. La interpretación mayoritaria de la §

---

(41) DELAMATER, Robert G. *Target Defensive Tactics as Manipulative under Section 14(e)*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 1, enero de 1984, p. 229.

14(e) es que se trata de una cláusula normativa general “antidolo” (“*broad antifraud provision*”) que regula la información que se revela al mercado (“*disclosure*”).<sup>(42)</sup>

No obstante, DeLaMater argumenta que la interpretación literal, la historia legislativa, el tratamiento de la *Securities and Exchange Commission* y la interpretación sistemática por comparación permiten concluir que la “manipulación” que prevé la § 14(e) va más allá de las obligaciones de información y prohíbe las conductas que crean un efecto artificial en el mercado de valores. En el escenario de una oferta pública de adquisición, ello ocurre cuando la sociedad objetivo adopta tácticas defensivas que niegan a los accionistas la oportunidad de decidir el destino de la oferta.<sup>(43)</sup>

A pesar de la rigurosa argumentación de DeLaMater, su interpretación no ha recibido mayor acogida ni por la jurisprudencia ni por la doctrina en Estados Unidos. Hoy, existe el consenso de que las leyes federales y estatales en materia de adquisiciones no se concentran en la cuestión sustantiva de regular cambios de control, sino en la transparencia y en asegurar que los accionistas comunes de la objetivo tengan el tiempo y la información requerida para tomar una decisión sobre aceptar una oferta o votar a favor de una fusión.<sup>(44)</sup>

La tarea de evaluar las medida *antitakeover* ha sido dejada a las cortes. En consecuencia, no hay en el derecho estadounidense regulación legislativa especial y expresa con relación a las tácticas defensivas y, menos aun, a las medidas

---

(42) DELAMATER, Robert G. *Target Defensive Tactics as Manipulative under Section 14(e)*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 1, enero de 1984, p. 233.

(43) DELAMATER, Robert G. *Target Defensive Tactics as Manipulative under Section 14(e)*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 1, enero de 1984, p. 262.

(44) HALL, Richard and Mark GREENE. *Chapter 60. United States*. En: ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, p. 600.

prospectivas. Hoy, abundante doctrina sostiene y discute que los estados compiten entre ellos por ofrecer el derecho corporativo más conveniente a los accionistas y uno de los elementos centrales en esa competencia es la evaluación de estas medidas.<sup>(45)</sup>

### 1.5.2. En la Unión Europea

Luego del final de la Guerra Fría, mientras se llevaba a cabo el debate en torno a cómo debía ser la regulación comunitaria europea en materia de adquisiciones de empresas, la regulación en los países del continente europeo podía ser de tres tipos, cada uno de los cuales estaba ejemplificado por un país en particular:

- a) El Reino Unido, con un mercado de adquisiciones altamente desarrollado, tenía una larga historia de regulación, no de origen legislativo, sino más bien contractual, que era aplicada por un organismo privado, el *Panel on Takeover and Mergers*. Se trataba de un sistema que favorecía las adquisiciones (incluso hostiles) que era seguido también en la República de Irlanda.
- b) La República Francesa era, junto con el Reino de España, el Reino de Bélgica, la República Italiana, el Reino de Noruega y el Reino de Dinamarca, uno de los países que acababan de aprobar una nueva regulación en materia de

---

(45) KOZYRIS, P. John. *Corporate Wars and Choice of Law*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1985, Número 1, febrero de 1985. Publicado por Duke University School of Law, pp. 1-99; BEBCHUK, Lucian Arye. *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 105, Número 7, mayo de 1992. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1435-1510; BEBCHUK, Lucian Arye y Allen FERRELL. *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 99, Número 5, junio de 1999. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 1168-1199; KAHAN, Marcel y Ehud KAMAR. *The Myth of State Competition in Corporate Law*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 679-749; EASTERBROOK, Frank H. *The Race for the Bottom in Corporate Governance*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 95, Número 4, junio de 2009. Publicado por Virginia Law Review, pp. 685-706.

adquisiciones, que si bien se inspiraba en la regulación británica, era de origen legislativo y aplicada por las cortes.

- c) La República Federal Alemana, al igual que el Reino de los Países Bajos, el Reino de Suecia y la Confederación Suiza, había usado sus fuerzas culturales y de mercado para virtualmente eliminar las adquisiciones hostiles. La gran cantidad de adquisiciones eran negociadas y el bienestar de los accionistas tenía una importancia secundaria.<sup>(46)</sup> En el caso particular del Reino de los Países Bajos (y, como se verá más adelante, también en el caso alemán), las adquisiciones hostiles son poco frecuentes y en muy pocos casos exitosas, básicamente porque las sociedades listadas se encuentran protegidas por múltiples medidas *antitakeover*.<sup>(47)</sup>

Sin perjuicio de que, más adelante, se desarrollará estos perfiles (al hablar del Reino Unido, la República Federal Alemana y el Reino de España), cabe precisar que, en líneas generales, estos se siguen manteniendo.

Hoy, en el derecho comunitario europeo, la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición establece medidas de coordinación de las normas jurídicas relativas “a las ofertas públicas de adquisición de valores de una sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado a efectos de la Directiva 93/22/CEE

---

(46) BERGER, David J. *A Comparative Analysis of Takeover Regulation in the European Community*. En: *Law and Contemporary Problems*, Volumen 55, Número 4, *International Regulatory Competition and the Securities Laws*, otoño de 1992. Publicado por Duke University School of Law, pp. 55-56.

(47) KABIR, Rezaul, Dolph CANTRIJN y Andreas JEUNINK. *Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in the Netherlands: An Empirical Analysis*. En: *Strategic Management Journal*, Volumen 18, Número 2, febrero de 1997. Publicado por Wiley, p. 97.

en uno o varios Estados miembros”.<sup>(48)</sup> Esta directiva contiene principios generales aplicables a la gestión de las adquisiciones y reglas básicas para la formulación de una oferta, requerimientos de información para compañías cuyas acciones son negociadas en un mercado regulado y procedimientos de adquisición obligatoria para tratar con los accionistas minoritarios.<sup>(49)</sup>

Asimismo, la Directiva 2004/25/CE establece en su artículo 9 la obligación del órgano de administración o dirección de la sociedad objetivo de abstenerse de desplegar cualquier táctica defensiva (y también aquellas medidas *antitakeover* que, habiendo sido adoptadas con anterioridad a la oferta, requieran ser ejecutadas con posterioridad a ella) salvo (i) que obtenga la autorización de los accionistas reunidos en junta, y/o (ii) que se trate de buscar la subasta de la compañía.<sup>(50)</sup> La elaboración de

- 
- (48) Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, Artículo 1 (Ámbito de Aplicación), apartado 1.
- (49) ROBINSON, Simon. *Chapter 59. United Kingdom*. ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, p. 581.
- (50) Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición  
 “Artículo 9, Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada  
 1. Los Estados miembros velarán por el cumplimiento de las normas previstas en los apartados 2 a 5.  
 2. Durante el período contemplado en el segundo párrafo, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada.  
 Dicha autorización será obligatoria al menos a partir del momento en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada reciba la información contemplada en la primera frase del apartado 1 del artículo 6 sobre la oferta y en tanto su resultado no se haya hecho público o la oferta no haya caducado. Los Estados miembros podrán disponer que se adelante el momento a partir del cual debe obtenerse tal autorización, por ejemplo, a partir de aquél en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la oferta.  
 3. Por lo que se refiere a las decisiones adoptadas antes de iniciarse el período contemplado en el segundo párrafo del apartado 2 y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general de accionistas deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.  
 4. A efectos de la obtención de la autorización previa, aprobación o confirmación de los titulares de valores conforme a los apartados 2 y 3, los Estados miembros podrán establecer normas que permitan la convocatoria de una junta general de accionistas en breve plazo, siempre y cuando dicha junta se celebre al menos dos semanas después de su notificación.  
 5. El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada redactará y hará público un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta, en particular, en cuanto a sus

esta regla del derecho europeo se inspiró en el Principio General 7 de la versión anterior del *City Code* británico (véase *infra* § 1.5.3), que prescribe lo que la doctrina ha denominado regla de la neutralidad (*neutrality rule*)<sup>(51)</sup>, regla de la pasividad (*passivity rule*)<sup>(52)</sup> o principio de no frustración,<sup>(53)</sup> que niega a la administración la discrecionalidad para desplegar tácticas defensivas. Sin embargo, la norma europea faculta a la administración a conducir una subasta, por lo cual se ubica, en un punto medio entre la *auctioneering rule* y la *passivity rule*, doctrinas que se analizarán *infra* § 1.8).

Esta directiva abre los mercados europeos a la dinámica de las adquisiciones hostiles al limitar en alguna medida la actividad defensiva de la administración. No obstante, téngase en cuenta que no aborda la problemática de las medidas prospectivas (esto es, aquellas que preexisten a la oferta de adquisición y que no requieren ninguna acción adicional con posterioridad a ella para desplegar sus efectos disuasivos).

---

repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, y a los planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de oferta con arreglo a la letra i) del apartado 3 del artículo 6 sobre la sociedad afectada y sus repercusiones probables en el empleo y la localización de los centros de actividad. El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada comunicará al mismo tiempo dicho dictamen a los representantes de los trabajadores de la sociedad o, en su defecto, directamente a los trabajadores. Cuando el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada reciba oportunamente un dictamen distinto de los representantes del personal en cuanto a las repercusiones sobre el empleo, éste se adjuntará al documento.

6. A los fines del apartado 2, por órgano de administración o dirección se entenderá tanto el órgano de gestión de la sociedad como el órgano supervisor de ésta, cuando la organización de la misma siga la estructura de dos pilares” (subrayado añadido).

- (51) KIRCHNER, Christian y Richard W. PAINTER. *Takeover defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*. En: *The American Journal of Comparative Law*, Volumen 50, Número 3, verano de 2002. Publicado por American Society of Comparative Law, pp. 451, 456-457.
- (52) PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPAs hostiles y medidas de protección*. En: *IUS ET VERITAS*, Año XII, Número 23, diciembre de 2001. Publicado por Asociación Civil IUS ET VERITAS, pp. 119-120.
- (53) KERSHAW, David. *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*. En: *The International and Comparative Law Quarterly*, Volumen 56, Número 2, abril de 2007. Publicado por Cambridge University Press en nombre de British Institute of International and Comparative Law, p. 267.

### 1.5.3. En el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte

Junto con el derecho contractual, la *Companies Act* de 2006 contiene el marco regulatorio básico en el Reino Unido para la adquisición y venta de empresas. Recibió el *Royal Assent* el 8 de noviembre de 2006 y fue implementada por etapas, la última de las cuales entró en vigencia el 1 de octubre de 2009. Por su parte, el *City Code on Takeovers and Mergers* ofrece la regulación para adquisiciones y es administrado por el *Panel on Takeovers and Mergers* (PTM), una entidad supervisora privada. La Directiva 2004/25/CE fue implementada en el Reino Unido por la *Part 28* de la *Companies Act* de 2006, mediante la cual el *City Code*, que había sido tradicionalmente una norma no estatal fruto de la autorregulación del mercado británico, pasó a tener rango de norma jurídica de carácter general.<sup>(54)</sup>

La mayoría de las reglas de la directiva relativas a adquisiciones están contenidas en el *City Code*, pues, de hecho, este último inspiró su redacción y sentido. En particular, el Principio General 7 de la anterior versión del *City Code* fue recogido en el Artículo 9 de la directiva, que ha sido descrito anteriormente.

Ahora bien, el Principio General 3 de la actual versión del *City Code* dispone que “[e]l directorio de una sociedad objetivo debe actuar en interés de la compañía como un todo y no debe negar a los tenedores de valores mobiliarios la oportunidad de decidir sobre los méritos de la postura”.<sup>(55)</sup> Por su lado, la Regla 21.1(a) establece la prohibición general de no frustración (prescrita antes en el Principio General 7 de la versión anterior), mientras que la Regla 21.1(b) prevé la prohibición de algunas

---

(54) ROBINSON, Simon. *Chapter 59. United Kingdom*. En: ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, p. 580-581.

(55) *City Code on Takeovers and Mergers*, General Principle 3.

tácticas defensivas específicas sin el consentimiento de los accionistas, tales como, por ejemplo, la emisión o transferencia de acciones en cartera, el otorgamiento de opciones sobre acciones autorizadas y no emitidas, la creación o emisión de valores mobiliarios convertibles en acciones o la disposición o adquisición de activos.<sup>(56)</sup>

En conjunto, el Principio General 3 y la Regla 21 contienen el denominado principio de no frustración (*non-frustration principle*) que limita la actividad del

- (56) City Code on Takeovers and Mergers, Rule 21, Restrictions on frustrating action
- “21.1 When shareholders’ consent is required*  
*During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting:*
- (a) take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits; or*
  - (b) (i) issue any shares or transfer or sell, or agree to transfer or sell, any shares out of treasury;*
  - (ii) issue or grant options in respect of any unissued shares;*
  - (iii) create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares;*
  - (iv) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of a material amount;*  
*or*
  - (v) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business.*
- The Panel must be consulted in advance if there is any doubt as to whether any proposed action may fall within this Rule.*
- The notice convening any relevant meeting of shareholders must include information about the offer or anticipated offer.*
- Where it is felt that:*
- (A) the proposed action is in pursuance of a contract entered into earlier or another pre-existing obligation; or*
  - (B) a decision to take the proposed action had been taken before the beginning of the period referred to above which:*
    - (i) has been partly or fully implemented before the beginning of that period; or*
    - (ii) has not been partly or fully implemented before the beginning of that period but is in the ordinary course of business,*
- the Panel must be consulted and its consent to proceed without a shareholders’ meeting obtained.*
- 21.2 Inducement fees and other offer-related arrangements*
- (a) Except with the consent of the Panel, neither the offeree company nor any person acting in concert with it may enter into any offer-related arrangement with either the offeror or any person acting in concert with it during an offer period or when an offer is reasonably in contemplation.*
  - (b) An offer-related arrangement means any agreement, arrangement or commitment in connection with an offer, including any inducement fee arrangement or other arrangement having a similar or comparable financial or economic effect, but excluding:*
    - (i) a commitment to maintain the confidentiality of information provided that it does not include any other provisions prohibited by Rules 21.2(a) or 2.3(d) or otherwise under the Code;*
    - (ii) a commitment not to solicit employees, customers or suppliers;*
    - (iii) a commitment to provide information or assistance for the purposes of obtaining any official authorisation or regulatory clearance;*
    - (iv) irrevocable commitments and letters of intent;*
    - (v) any agreement, arrangement or commitment which imposes obligations only on an offeror or any person acting in concert with it, other than in the context of a reverse takeover; and*
    - (vi) any agreement relating to any existing employee incentive arrangement.*
  - (c) If there is any doubt as to whether any proposed agreement, arrangement or commitment is subject to this Rule, the Panel should be consulted at the earliest opportunity.”*

directorio luego de la oferta impidiéndoles persuadir a los accionistas a rechazar la oferta, realizar prácticas de *lobby* ante las agencias de competencia o buscar a un adquirente amigable, conocido como *white knight*.<sup>(57)</sup>

Cabe aclarar que, contrariamente a lo que podría esperarse, el esquema británico de autorregulación de las adquisiciones no ha sido necesariamente transmitido a todos los países de la *Commonwealth of Nations*. Así, a manera de ejemplo, la República Federal de Nigeria, uno de los países del *Next Eleven* (la lista preparada por Goldman Sachs de once economías que agrupa a las que tienen potencial para ser, junto a Brasil, Rusia, India y China, las más grandes del mundo en el siglo veintiuno), regula las adquisiciones de empresas en la *Companies and Allied Matters Act* de 1990. Además, el derecho nigeriano, a diferencia del derecho británico, otorga a los directores de sociedades objetivo un considerable campo de acción para resistir ofertas de adquisición hostiles.<sup>(58)</sup>

#### 1.5.4. En el Estado de Japón

El marco legislativo fundamental en materia de fusiones y adquisiciones está contenido en la Ley de Sociedades y en la Ley de Instrumentos Financieros y de Negociación. La primera proporciona reglas básicas aplicables a sociedades listadas y no listadas, mientras que la segunda regula ofertas públicas de valores mobiliarios, ofertas de adquisición y *insider trading* y es una fuente importante de regulación para

---

(57) KERSHAW, David. *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*. En: *The International and Comparative Law Quarterly*, Volumen 56, Número 2, abril de 2007. Publicado por Cambridge University Press en nombre de British Institute of International and Comparative Law, 267-268.

(58) OGOWEWO, Tunde I. *The Role of Target Management in a Tender Offer: The Position in Nigerian Law*. En: *Journal of African Law*, Volumen 40, Número 1, 1996. Publicado por Cambridge University Press en nombre de School of Oriental and African Studies, p. 18.

las operaciones de fusiones y adquisiciones.<sup>(59)</sup> No existe una regulación específica de las medidas *antitakeover*.

Es más, hasta inicios del presente siglo, se podía afirmar sin lugar a dudas que no existía un mercado de control corporativo en el Estado de Japón y que, por el contrario, esta era, tradicionalmente, la tierra de accionistas estables y amigables, de las visiones expansivas de la finalidad de la compañía que iban más allá de la maximización de la riqueza para el accionista y de una preocupación social por la preservación de relaciones armoniosas.<sup>(60)</sup> No obstante, durante la primera década del siglo veintiuno, empezaron a sucederse, sin éxito, algunos intentos de adquisiciones hostiles que, especialmente en círculos académicos estadounidenses, causaron asombro, por marcar un contraste entre el viejo y el nuevo Japón.

Los casos emblemáticos en la materia fueron: (i) en la primavera de 2004, el frustrado intento de Sumitomo Trust por obtener el control de UFJ Holdings y evitar la fusión de este último con Mitsubishi Tokyo Financial Group; y, (ii) en el invierno de 2005, el frustrado intento de Livedoor de adquirir el control sobre Nippon Broadcasting System, Inc., sobre el cual Fuji Television Network, Inc. (el medio de comunicación más grande del Japón) deseaba ampliar su participación.<sup>(61)</sup> El mercado del control corporativo en Japón aún es incipiente y los estudios sobre él, y en consecuencia, sobre la problemática de las medidas *antitakeover*, todavía no son abundantes.

- 
- (59) KODATE, Hiroki y Risa FUKUDA. *Chapter 30. Japan*. En: ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, pp. 290-291.
- (60) MILHAUPT, Curtis J. *In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 105, Número 7, noviembre de 2005. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 2172.
- (61) MILHAUPT, Curtis J. *In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 105, Número 7, noviembre de 2005. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 2177-2180

### 1.5.5. En Canadá

Canadá no cuenta con un organismo regulador único ni con un régimen legal federal en materia de mercado de valores. La táctica defensiva más común es la *poison pill*, que tiene muchas semejanzas con su contraparte en los Estados Unidos de América. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre en este país, en donde las cortes eventualmente deciden sobre la validez de la *pill*, en Canadá son los organismos reguladores provinciales quienes tienen dicha competencia. Estos últimos ponderan el interés de los accionistas en no ser privados de la posibilidad de decidir si aceptar o no la oferta. Al final, son aislados los casos en los que un directorio canadiense puede resistirse unilateralmente a la oferta (la posición “*just say no*” que desarrollará más adelante, *infra* § 1.6.5) por un periodo significativo de tiempo. En consecuencia, el panorama en Canadá es más “pro postor” que en los Estados Unidos.<sup>(62)</sup>

### 1.5.6. En la República Federal Alemana

Durante años el mercado del control corporativo alemán operó bajo un instrumento de autorregulación, el *Übernahmekodex Börsensachverständigenkommission* (Código de Adquisiciones de la Comisión de Expertos en Bolsa de Valores) del Ministerio Federal de Finanzas, que fue suscrito por un gran número de empresas germanas y estuvo vigente desde 1995 (revisado en 1998). En el 2000, el gobierno centro-izquierdista inició la redacción de un nuevo código de adquisiciones, el *Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum*

---

(62) YALDEN, Robert, Ward SELLERS y Emmanuel PRESSMAN. *Chapter 11. Canada*. En: ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, p. 580-581.

*Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen* (Ley que regula las ofertas públicas de adquisición de valores y adquisiciones corporativas), el cual fue aprobado por el *Bundestag* y el *Bundesrat* (las cámaras legislativas) en diciembre de 2001. El código entró en vigencia el 1 de enero de 2002,<sup>(63)</sup> convirtiéndose en la principal fuente de regulación de adquisiciones.

Este texto se apartó de los lineamientos de la Propuesta de Décimo Tercera Directiva de la Comisión Europea en materia de adquisiciones corporativas (antecedente de la Directiva 2004/25/CE) que establecía una regla de la pasividad. Por el contrario, era más deferente con la administración de la objetivo, otorgándole amplias facultades para defender la sociedad contra posturas hostiles.

Con la entrada en vigencia de la Directiva 2004/25/CE, Alemania modificó su código de adquisiciones, pero de manera minimalista, o sea, únicamente en lo que fuera necesario. Como resultado, la nueva regulación rechazó las estrictas reglas de la directiva que sujetaban las tácticas defensivas a la aprobación de los accionistas. De hecho, el derecho alemán permite a una sociedad objetivo tomar cualquier medida, incluyendo una táctica defensiva, con el consentimiento de su consejo de supervisión. Sin embargo, se reconoce que dicho consejo podrá autorizar una táctica defensiva solo si el interés de la sociedad en implementar la medida excede claramente los intereses de los accionistas.<sup>(64)</sup>

### 1.5.7. En el Reino de España

- 
- (63) KIRCHNER, Christian y Richard W. PAINTER. *Takeover defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*. En: *The American Journal of Comparative Law*, Volumen 50, Número 3, verano de 2002, p. 463.
- (64) MÖLLER, Christian y Heinrich KNEPPER. *Chapter 21. Germany*. En: ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, p. 200.

El marco legal español en materia de fusiones y adquisiciones está formado por el derecho de sociedades y el derecho de contratos. El derecho de contratos está distribuido en las normas del Código Civil y del Código de Comercio. Por su parte, el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital gobierna los aspectos corporativos de la adquisición. De igual modo, la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles contiene la regulación de reorganizaciones societarias, tales como fusiones, escisiones, transformaciones o transferencias de bloques patrimoniales, regulando incluso las fusiones con estructuras *leveraged buy-out*. Para las sociedades listadas, son aplicables la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.<sup>(65)</sup> La Directiva 2004/25/CE fue incorporada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores

Los artículos 60.bis y 60.ter de la Ley del Mercado de Valores regulan las defensas frente a ofertas públicas de adquisición. Estos artículos fueron extensamente reglamentados por los artículos 28 y 29 del Real Decreto 1066/2007.<sup>(66)</sup> Al mismo estilo

---

(65) HOEDL, Christian y Javier RUIZ-CÁMARA. *Chapter 52. Spain*. En: ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010, p. 506.

(66) Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.  
"Artículo 28. Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada de su grupo.  
1. Desde el anuncio público de una oferta pública de adquisición a que se refiere el artículo 16 y hasta la publicación del resultado de la oferta, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada; cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos; sus respectivos miembros; así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores, deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la

Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.

En particular, no podrán:

- a) Acordar ni iniciar ninguna emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta.
- b) Efectuar o promover, directa o indirectamente, cuando pueda impedir el éxito de la oferta, operaciones sobre los valores a los que afecte o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores.
- c) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.
- d) Repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos.

2. Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el periodo contemplado en el apartado anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.

3. No quedarán sujetas a la limitación establecida en este artículo:

- a) La búsqueda de ofertas competidoras. Si en este proceso se diera acceso a cualquier clase de informaciones no públicas de la sociedad afectada, deberá asegurarse la igualdad entre todos los potenciales oferentes de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 46 de este real decreto.
- b) Las actuaciones u operaciones que, con posterioridad al anuncio de presentación de la oferta, sean autorizadas de forma expresa por la Junta General de Accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

4. A los efectos de lo previsto en los apartados anteriores:

- a) La junta general de accionistas, salvo si se trata de una junta general ordinaria, no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación.
- b) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando las actuaciones a realizar para las que requieran la autorización o confirmación de la junta. Dicho informe deberá expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. El informe será puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.
- c) En la convocatoria de la junta deberá expresarse con la debida claridad las actuaciones para las que se solicita la autorización o confirmación.
- d) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

5. Las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en los apartados anteriores cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la junta general, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Cualquier decisión que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo establecido en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

A estos efectos:

- a) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. El informe será puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.
- b) En la convocatoria de la junta deberá expresarse con la debida claridad la decisión que se propone a la junta.
- c) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.”

“Artículo 29. Régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición.

1. En virtud de lo dispuesto en el artículo 60 ter.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, las sociedades deberán comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo máximo de quince días hábiles desde la celebración de la junta general, a que se refiere dicho artículo, la información sobre la decisión de aplicar las siguientes medidas de neutralización:

a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

b) La ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60. bis.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

c) La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por ciento del capital que confiera derechos de voto.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web esa información inmediatamente.

2. La decisión de aplicar las medidas de neutralización deberá decidirse por la junta general de accionistas

de la sociedad, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

A estos efectos:

a) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá, entre otros:

(i) Describir las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales que se hayan comunicado a la sociedad;

(ii) Describir las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad y en los pactos parasociales comunicados a la sociedad;

(iii) Detallar cuales de las medidas previstas en el apartado 1 anterior proponen sean aprobadas por la junta y los términos en que se producirá la ineficacia de las restricciones.

(iv) Explicar las motivaciones que han llevado a los administradores a proponer la ineficacia de las restricciones mencionadas en los casos en que las propongan;

(v) Detallar cualquier acuerdo que se hubiera alcanzado o que se estuviera negociando por la sociedad con un potencial oferente sobre las acciones de la sociedad, o celebrado o negociado por personas distintas de la sociedad pero del que ésta hubiera tenido conocimiento;

(vi) Detallar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe.

b) El informe de los administradores deberá ser puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.

c) En la convocatoria de la junta se expresará con la debida claridad la decisión que se propone a la junta.

d) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

3. Sin perjuicio de la comunicación como información relevante, tanto de la convocatoria de la junta en la que se someta a votación la propuesta de acuerdos a que se refiere este artículo, como del informe de los administradores sobre la misma, y del propio acuerdo de la junta, en caso de que la junta general apruebe finalmente la ineficacia de cualquiera de las restricciones mencionadas en el apartado 1 anterior, la sociedad deberá hacerlo público y difundirlo como información relevante en los términos previstos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y comunicarlo tanto a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su incorporación al registro previsto en el artículo 92 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, como a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión.

La adopción del correspondiente acuerdo por la junta general deberá ser reflejada en el Informe Anual de

Gobierno Corporativo de la Sociedad a que se refiere el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

4. Cuando la sociedad decida aplicar cualquiera de las medidas descritas en el apartado 1 deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados que deberá incluir en los estatutos sociales, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla.

de la directiva europea, la regulación española prohíbe “cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta” con excepción de aquellas aprobadas por la junta general de accionista y/o la búsqueda de nuevas ofertas, estableciendo requisitos específicos para la convocatoria y la obligación del directorio de “redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar”.

#### 1.5.8. En la República del Perú

El régimen de fusiones y adquisiciones se encuentra esencialmente contenido en la Ley N° 26887, Ley General de Sociedades. Además, para las sociedades listadas, son de aplicación el Decreto Supremo N° 093-2002- EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, y la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión. Este último, en su artículo 56°, inciso c) consagra el principio de

---

5. La junta general de accionistas de la sociedad, con sujeción a los mismos requisitos previstos en los apartados 1 a 3 anteriores, podrá revocar la decisión de aplicar cualquiera de las medidas de neutralización de medidas de defensa frente a las ofertas públicas de adquisición, que hubiera adoptado conforme a lo previsto en dichos apartados.

Para revocar la decisión de aplicar las medidas de neutralización previstas en el apartado 1, se exigirá el mismo quórum de asistencia o mayoría de votos que para la aplicación de esas medidas de neutralización.

6. Las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor al amparo de lo dispuesto en los apartados precedentes cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes.

Cualquier medida que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

A estos efectos:

a) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá detallar el sentido del voto de cada uno de los administradores en la aprobación del informe.

b) El informe de los administradores deberá ser puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.

c) En la convocatoria de la junta se expresará con la debida claridad la decisión que se propone a la junta.

d) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre la misma y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.”

neutralidad y prohíbe a los órganos de administración “realizar o concertar” prácticamente cualquier tipo de práctica defensiva.<sup>(67)</sup> No se pronuncia en absoluto sobre la legitimidad de las medidas prospectivas.

Una duda legítima que surge del mencionado artículo 56° es la siguiente: ¿los órganos de administración están autorizados a realizar o concertar alguna táctica defensiva con autorización de la junta general de accionistas? (como en el derecho comunitario europeo). Hay dos interpretaciones posibles desde el punto de vista literal:

- a) A favor de una respuesta afirmativa, puede argumentarse que la propia norma establece que la administración debe priorizar “en todo momento el interés de los accionistas”. En consecuencia, si los accionistas han aprobado en junta que se despliegue una táctica defensiva, no cabe duda de que la administración puede hacerlo.
- b) A favor de una respuesta negativa, puede sostenerse que la decisión de la junta general de accionistas finalmente obedece a los intereses de los accionistas mayoritarios, no de todos los accionistas y que la norma prohíbe expresa y objetivamente todas aquellas defensas realizadas o concertadas por la administración.

---

(67) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión  
“Artículo 56.- Obligaciones adicionales  
La realización de una OPA o, en su caso, de una OPC, genera las siguientes obligaciones y consecuencias adicionales:  
[...]  
c) Desde que tomen conocimiento de la eventual formulación de una OPA, y hasta la publicación del resultado, los órganos de administración del emisor, deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competidoras, priorizando en todo momento el interés de los accionistas, y abstenerse de realizar o concertar cualquier acto que no sea propio del giro ordinario de la sociedad y cuya consecuencia sea perturbar el normal desarrollo de la oferta o favorecer a algún ofertante, tales como la emisión de acciones u otros valores, la celebración de contratos de opción o de disposición de activos sociales, entre otros (subrayado añadido).”

Sin embargo, bajo la última interpretación, se llega a la conclusión de que están permitidas las tácticas defensivas únicamente si son aprobadas por la junta general de accionistas, y que no requieren la intervención de la administración en su ejecución (por ejemplo, una modificación estatutaria empleada como táctica defensiva que requiere la intervención de los administradores y representantes en la formalización del acuerdo). Dado que la norma no pretende establecer una diferencia si una táctica defensiva es ejecutada o no por la administración, desde un punto de vista teleológico, la primera interpretación es la más plausible. Naturalmente, la práctica profesional es por lo general conservadora y, seguramente, preferirá aconsejar la segunda interpretación.

Una segunda duda que surge del artículo 56°, inciso c) es si la administración está facultada (como en el derecho comunitario europeo) u obligada (como en el derecho de Delaware, ver *infra* § 1.6) a buscar una mejor oferta, es decir, a subastar la sociedad. Aquí la respuesta a ambas preguntas es negativa, por cuanto la norma prohíbe “perturbar el normal desarrollo de la oferta o favorecer a algún ofertante” y no establece el deber expreso de generar una dinámica de subasta.

El artículo 56° del Reglamento de OPA tiene su antecedente en el artículo 44° inciso c) del anterior Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores que establecía un deber de abstención similar,<sup>(68)</sup> con la diferencia de que el antiguo dispositivo no sanciona la finalidad de favorecer a un postor y exceptúa la

---

(68) Resolución CONASEV N° 630-97-EF-94.10, Aprueban el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, artículo 44° inciso c). “Durante la vigencia de la OPA y hasta la publicación del resultado, se considera sancionable la realización o concertación, por parte del Emisor o las personas vinculadas a su Grupo Económico, de cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad y cuyo propósito sea perturbar el desarrollo de la oferta. No es de aplicación esta prohibición cuando dicha operación ha sido acordada por la junta general de accionistas del Emisor” (norma derogada).

prohibición cuando la medida es adoptada por la junta general de accionistas, al mismo estilo de la regulación europea. Como indica Payet, quien analizó con profundidad y rigor dicho antiguo dispositivo,<sup>(69)</sup> este parece haberse inspirado en la regulación española sobre ofertas públicas de adquisición contenida en el derogado Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.<sup>(70)</sup> Nótese que el mencionado Real Decreto 1197/1991 es anterior a la Directiva 2004/25/CE, pese a lo cual coincide con ella en el sentido de restringir las medidas defensivas.

### 1.5.9. En busca de un modelo académico

En las páginas anteriores, se ha podido apreciar que algunas legislaciones han preferido evitar la positivización de reglas y estándares de legalidad de las medidas *antitakeover* y han dejado dicha tarea a la aplicación de las cortes o de la administración (por ejemplo, Estados Unidos, Japón y Canadá). Como se podrá determinar en el siguiente apartado, en Estados Unidos las cortes han desarrollado

(69) PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPAs hostiles y medidas de protección*. En: *IUS ET VERITAS*, Año XII, Número 23, diciembre de 2001. Publicado por Asociación Civil IUS ET VERITAS, pp. 120 y ss.

(70) Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (norma derogada).

“Artículo 14. Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo

1. A partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada y hasta la publicación del resultado de la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios.

En particular, no podrá:

a) Acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta General.

b) Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta.

c) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

2. Las limitaciones previstas en el número anterior se aplicarán también a las sociedades del grupo de la sociedad afectada y a quienes pudieran actuar concertadamente con ésta”.

abundantes criterios que le han permitido convertirse en una plaza bastante deferente con relación a las tácticas defensivas.

Por su lado, otras legislaciones han restringido (algunas con mayor técnica que otras) el empleo de las tácticas defensivas, permitiéndolas solo si son aprobadas por los accionistas (por ejemplo, el Reino Unido y, al parecer, la República del Perú) o también si promueven una dinámica de subasta (por ejemplo, el derecho comunitario europeo y el Reino de España). Finalmente, otras luchan contra la corriente y las permiten abiertamente (por ejemplo, la República Federal Alemana). Es interesante adelantar que todos estos modelos regulatorios tienen sus bases en las escuelas de la *shareholder choice* (en sus dos versiones, la *passivity rule* y la *auctioneering rule*) y la *management discretion* (véase *infra* § 1.8).

De igual manera, al menos en la literatura revisada, no se ha encontrado una regulación especial para las medidas prospectivas (anteriores a la oferta). Más adelante, se abundará en las posibles razones de este silencio (véase *infra* 1.7).

Un elemento común a la legislación que sí ha abordado la temática de las tácticas defensivas es que no provee una regulación orgánica y detallada, sino, por el contrario, mínima y sucinta. De esta primera aproximación, parecería que la legislación comparada relativamente más evolucionada apunta a permitir las tácticas defensivas siempre que sean autorizadas por la junta general de accionistas y permitir que la administración de la objetivo conduzca una subasta una vez que la oferta es formulada o es inminente. En el siguiente apartado, se avanzará un paso más revisando el tratamiento que ha recibido el objeto del presente estudio por la jurisprudencia en los Estados Unidos de América, la arena por excelencia de las batallas de adquisiciones

más importantes. Podrá comprobarse, igualmente, que la jurisprudencia ha enfocado sus esfuerzos en la evaluación de las tácticas defensivas.

## 1.6. La práctica y la jurisprudencia estadounidense de finales del siglo veinte

### 1.6.1. La insuficiencia del enfoque clásico en los deberes fiduciarios

Las legislaciones societarias típicas tienden a ser únicamente un esqueleto de regulación (incluso dispositiva) de los principales asuntos de relevancia jurídica para la sociedad. Como consecuencia de ello, desde los orígenes del derecho de sociedades, se fueron desarrollando diferentes principios extralegislativos que definían las funciones e interrelaciones de las instituciones legislativas. La doctrina de los deberes fiduciarios es producto de este desarrollo, pues, si bien la legislación societaria tradicional otorga a la administración las facultades de gestión y representación de la sociedad,<sup>(71)</sup> las obligaciones de la administración frente a la sociedad y los accionistas no han sido históricamente objeto de explicación legislativa.

Gilson señala que, para el enfoque más tradicional la pregunta fundamental para determinar la validez de una medida *antitakeover* era si la administración, al implementar esta, había actuado en interés propio a expensas de los accionistas, es decir, si había incumplido con sus deberes fiduciarios. Sin embargo, como se expondrá a continuación, el contenido de los deberes fiduciarios y los estándares de

---

(71) Ley General de Sociedades, artículo 172°.

conducta que imponen no son suficientes para resolver el problema de las medidas *antitakeover*.<sup>(72)</sup>

Los deberes fiduciarios han sido descritos a partir de los deberes de lealtad y cuidado. El **deber de cuidado** establece que la administración debe actuar con razonable diligencia y está descrito por la siguiente fórmula: “Un director debe desempeñar sus deberes [...] con el cuidado que una persona ordinariamente prudente en una posición parecida usaría bajo circunstancias similares”.<sup>(73)</sup> El estándar de evaluación del cumplimiento de este deber ha sido enunciado en la denominada *business judgment rule*, un criterio formado por la jurisprudencia estadounidense: “En ausencia de mala fe o algún otro motivo de corrupción, los directores normalmente no son responsables frente a la sociedad por errores en el juicio sea que esos errores se clasifiquen como errores de hecho o errores de derecho”.<sup>(74)</sup>

La racionalidad de la *business judgment rule* descansa en que las cortes no tienen la capacidad de revisar las complejas decisiones de negocio e, incluso en el supuesto de que la tuviesen, la amenaza de una revisión *ex post* de sus decisiones podría constreñir a la administración en la asunción de riesgos. Más aun, una variedad de mercados (de productos, de trabajo, de capitales, y del control corporativo), para Gilson, limitan la actuación ineficiente de la administración sin los enormes costos de transacción asociados a litigar sobre las decisiones de esta. De este modo, según dicho autor, la *business judgment rule*, más que un estándar de responsabilidad,

---

(72) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, p. 821.

(73) ABA-ALI Model Business Corporation Act Ann. 2D § 35.

(74) *Cramer v. General Tel. & Elec. Corp.*, 582 F.2d 259, 274 (3d. Cir. 1978), *cert. denied*, 439 U.S. 1129 (1979). Citado por: GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, p. 822.

constituye un muy útil mandato de abstención a la jurisdicción y uno de los principales aportes del *common law* al gobierno corporativo.<sup>(75)</sup>

Uno de los primeros métodos utilizados por las cortes del estado de Delaware para examinar las tácticas defensivas ante adquisiciones fue el denominado “*primary purpose test*”.<sup>(76)</sup> Este examen fue desarrollado en *Cheff v. Mathes* que, como se ha advertido, fue el primer caso en abordar el conflicto de intereses entre la administración y los accionistas dentro de las sociedades.<sup>(77)</sup> El test protegía con la *business judgment rule* a aquellos acuerdos de la administración que eran adoptados de buena fe y con una razonable investigación.

Los hechos de *Cheff v. Mathes* fueron los siguientes. Holland Furnace Company era una compañía dedicada a la fabricación de hornos domésticos, controlada por el grupo familiar Cheff-Landwehr y cuyas ventas habían venido cayendo en la década posterior al fin de la Segunda Guerra Mundial. Arnold Maremont, presidente del directorio de Motor Products Corporation, se acercó en 1957 al grupo Cheff-Landwehr para proponer una fusión de ambas compañías. Luego de que su propuesta fuera rechazada, empezó a adquirir acciones de Holland en el mercado abierto.

Ante ello, Holland logró investigar que Maremont había participado en la liquidación de diversas sociedades y, luego, supo que su intención era ser presidente del directorio de Holland y cambiar la organización de las ventas minoristas de la

---

(75) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, pp. 823-824.

(76) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 292.

(77) *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964).

compañía. Sobre la base de esta información, el directorio de Holland ordenó la adquisición de sus propias acciones, ostensiblemente para luego otorgar una *stock option* sobre ellas. El directorio fue informado de que la compañía tendría que endeudarse por considerables sumas de dinero para financiar esta adquisición. Las acciones (entre ellas, las que había adquirido Maremont) fueron adquiridas a un precio mayor al valor de mercado. Fue entonces que determinados accionistas demandaron sosteniendo que la adquisición por la sociedad de sus propias acciones se había realizado para que los directores puedan perpetuarse en sus cargos.

De acuerdo con la corte, las pruebas indicaban que la decisión de los directores estaba basada en investigación directa, recepción de consejo profesional y observaciones personales de la compañía que intentaba la adquisición. En consecuencia, el directorio tenía justificación para creer que había una amenaza para la existencia de la compañía. Con relación al precio, la corte indicó que una participación significativa en el accionariado normalmente es vendida a un precio mayor al del mercado abierto, siendo dicho incremento una prima de control. Finalmente, en cuanto a la carga de la prueba, la corte estableció que “es importante recordar que los directores satisfacen su carga de la prueba mostrando buena fe y una investigación razonable; los directores no serán penalizados por un error de juicio honesto si el juicio parece razonable al momento en que la decisión fue tomada”. La decisión fue protegida con la *business judgment rule*.

Por lo tanto, de acuerdo con el criterio en *Cheff v. Mathes*, la administración tiene la carga de la prueba de demostrar que tiene motivos razonables para creer que existe un riesgo para la política corporativa y que no ha actuado en atención a su propio interés (de ahí el nombre *primary purpose*). Sin embargo, el *primary purpose* es

un método de análisis demasiado deferente, pues la administración apenas tiene que demostrar buena fe y una investigación razonable.<sup>(78)</sup> De igual modo, la *business judgment rule* no es suficiente para afrontar el conflicto de interés que suscita el problema de las tácticas defensivas<sup>(79)</sup>, pues su aplicación precisamente busca en la mayoría de los casos que la corte se abstenga de pronunciarse y no fija ninguna consecuencia cuando queda en evidencia la mala fe o la corrupción de la administración.

Por su lado, el **deber de lealtad** originalmente prohibía las transacciones entre una sociedad y su administración. Esta restricción, sin embargo, a la luz del desarrollo comercial, dio paso a un énfasis en la equidad material (*substantive fairness*) de la operación (criterio desarrollado en *Weinberger v. UOP, Inc.*<sup>(80)</sup>), es decir que se acuerde un “precio justo”.<sup>(81)</sup> Si bien no existe una medida cuantitativa exacta para determinar si las condiciones de una operación son “justas”, ello sí puede determinarse mediante su comparación con las condiciones prevalentes en el mercado.<sup>(82)</sup> Cabe aclarar que la *substantive fairness* forma parte de un estándar conocido como *entire fairness* que agrupa los siguientes elementos: (i) *fair dealing* (*procedure due care*), que involucra preguntar cuándo se celebró la operación, cómo se inició, estructuró, negoció y reveló y cómo las aprobaciones de los directores y los accionistas se obtuvieron; (ii) *fair price* o *substantive fairness* (*substantive due care*), que se refiere a las consideraciones económicas y financieras de la fusión, incluyendo

---

(78) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 292.

(79) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, pp. 823-824.

(80) *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A.2d 701 (Del. 1983).

(81) El

(82) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, pp. 824-827.

todos los factores relevantes, tales como activos, valor de mercado, ganancias, pronósticos, y cualesquiera otros elementos que afecten el valor intrínseco o inherente de las acciones de la sociedad.

En suma, bajo la *substantive fairness*, cuando se demuestra que los directores tienen un particular interés privado en la operación, la *business judgment rule* no protegerá ni a ellos ni a la operación. En tal escenario, la corte podría declarar la nulidad de un acuerdo del directorio, salvo que, (i) como establecen algunas legislaciones societarias,<sup>(83)</sup> los directores conflictuados manifiesten y se abstengan de participar en la deliberación y adopción de acuerdo, o (ii) que se demuestre que la operación fue “justa” al momento de su adopción.<sup>(84)</sup>

Como señala Bradbury, el análisis del deber de lealtad es opuesto a la deferente revisión bajo la *business judgment rule*, pues implica una verificación sobre “todos los factores relevantes” presentes en la real y objetiva equidad de la operación. Así, en la evaluación de la equidad de las medidas *antitakeover*, las cortes no se fijan en las motivaciones subjetivas detrás de las acciones de la administración, sino solamente en las acciones mismas, preguntando, por ejemplo, si una valorización de la sociedad realizada por el directorio en conexión con una fusión con un *white knight* o a fines de determinar el precio de ejercicio en una *poison pill* representa equitativamente el valor de la sociedad a la luz de todas las consideraciones económicas y financieras. En consecuencia, es evidente que un análisis tan exhaustivo usualmente permite a la corte cuestionar complejas decisiones de negocios y requiere una extensa actuación probatoria que incluya posiblemente pericias por

---

(83) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 180°.

(84) BRADBURY, Steven G. *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 87, Número 1, octubre de 1988. Publicado por The Michigan Law Review Association, pp. 301-302.

analistas de mercado. Es fácil entender entonces por qué las cortes generalmente suspendían la vigencia de las tácticas defensivas de una sociedad objetivo cuando el estándar aplicable no es la *business judgment rule*, sino el deber de lealtad.<sup>(85)</sup> Para Gilson, el estándar de la *substantive fairness* viene a ser una regla respetable, pero inadecuada en los casos de conflicto de interés en el cambio de control,<sup>(86)</sup> pues se trata de un estándar en el otro extremo del espectro.

En consecuencia, hacia 1983, años antes de que se formaran los criterios de *Smith v. Van Gorkom* (29 de enero de 1985), *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (10 de junio de 1985), *Moran v. Household International, Inc.* (1985) o *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (13 de marzo de 1986), DeLaMater denunciaba que el enfoque en los deberes fiduciarios proveía una limitación pequeña a la actuación de la administración, pues las cortes, resistiéndose a aplicar un estándar como el *substantive fairness*, tendían a reconocer que la administración tenía un interés válido en retener el control y la *business judgment rule* otorgaba a la administración una libertad considerable que la libraba del escrutinio de sus decisiones.<sup>(87)</sup>

Urgía, entonces, un desarrollo jurisprudencial de la materia. A él están dedicadas las líneas a continuación, no sin antes advertir que, a lo largo del presente trabajo, se retomará y profundizará el estudio de los casos descritos en este apartado. El énfasis que se realizará en el derecho del estado de Delaware se justifica no solo

- 
- (85) BRADBURY, Steven G. *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 87, Número 1, octubre de 1988. Publicado por The Michigan Law Review Association, pp. 301-302.
- (86) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, Número 5, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, p. 828.
- (87) DELAMATER, Robert G. *Target Defensive Tactics as Manipulative under Section 14(e)*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 1, enero de 1984. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 232.

por la importancia cuantitativa que tiene al ser el lugar de constitución de un significativo número de las principales compañías del mundo, sino también por su avanzado desarrollo en los temas de adquisiciones hostiles y negociadas.

### 1.6.2. *Smith v. Van Gorkom*

En *Smith v. Van Gorkom* (para una descripción de los hechos, véase *infra* § 3.4.2),<sup>(88)</sup> la Corte Suprema de Delaware sostuvo que el directorio de *Trans Union* violó su deber de cuidado omitiendo una suficiente deliberación antes de apoyar un *cash-out* (venta de todas las acciones de la sociedad a cambio de efectivo) a una prima de cincuenta por ciento sobre el precio de mercado. El caso parecía ampliar la responsabilidad de los directores y fortalecer los derechos de los accionistas por contraposición a la *business judgment rule*. Macey y Miller relatan que algunos autores criticaron la decisión porque consideraban que debilitaba la *business judgment rule*, mientras que otros la celebraron precisamente por ese motivo. No obstante, como explican dichos autores, tales posiciones analizan el caso bajo el marco conceptual de la *business judgment rule*, cuando en realidad se trata de un caso de toma de control, que merecía casuística y estándares propios. *Van Gorkom* regula la respuesta de la sociedad objetivo a ciertos tipos de ofertas: las ofertas con un plazo corto para responder al ofertante.<sup>(89)</sup>

Desde la posición de una sociedad objetivo, una oferta “apurada” – especialmente si contiene un precio por acción a primera vista atractivo- constituye un problema que pone al directorio entre la espada y la pared. Si el directorio se opone de

---

(88) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

(89) MACEY, Jonathan R. y Geoffrey MILLER. *Trans Union Reconsidered*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 98, Número 1, noviembre de 1988. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 127-128.

plano a la oferta o no asume una posición para responder frente a ella dentro del plazo, la oferta caducará. Dado que el plazo para la decisión es corto, el directorio debe adoptar la decisión sin ninguna seguridad de que si la oferta caduca, se presentará una oferta más favorable. De esta manera, al rechazar la oferta o no responder a ella en el plazo previsto, el directorio podría causar un daño a los accionistas y, lo que es peor, ser responsables por no haber vendido la sociedad a un precio mínimamente favorable. Si, del otro lado, el directorio acepta la oferta, reduce sustancialmente la posibilidad de que se desarrolle una dinámica de subasta que pueda conseguir un precio incluso mayor, situación que también originaría responsabilidad para el directorio.

*Van Gorkom* proporciona una solución para ese dilema: el directorio podrá responder que no puede pronunciarse sobre la oferta dentro del plazo, porque este no es suficiente para que un experto independiente (por ejemplo, un banco de inversión) emita una opinión sobre la equidad del precio ofrecido. De este modo, el criterio de la corte limita la responsabilidad de los directores en caso que rechacen una oferta con plazo muy corto. Al final, quizás sin proponérselo, *Van Gorkom* proporciona tiempo a los directores, durante el cual podrán implementar las medidas defensivas que consideren adecuadas: buscar un *white knight*, acordar una *poison pill*, comprar o vender activos valiosos, etcétera. Así, si el informe del banco de inversión determina que la oferta es inadecuada, la objetivo contará con todas las herramientas para oponerse a la oferta.<sup>(90)</sup>

Adicionalmente, para Macey y Miller, los costos de *Van Gorkom* exceden sus beneficios. Así, para tales autores, esta decisión obliga al directorio a contratar los

---

(90) MACEY, Jonathan R. y Geoffrey MILLER. *Trans Union Reconsidered*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 98, Número 1, noviembre de 1988, pp. 136-137.

servicios de asesores legales y bancos de inversión, costos que serán asumidos por la sociedad objetivo. Más aun, *Van Gorkom* tiende a estimular una subasta competitiva para la adquisición de una sociedad objetivo, al proporcionar al directorio tiempo para estudiar la oferta.<sup>(91)</sup> Como se discutirá más adelante, es cierto que la dinámica de subasta permite obtener un precio por acción más alto y coloca los activos de la sociedad en el postor que demuestra, otorgando un precio más alto, que puede destinar tales activos al uso más eficiente. Sin embargo, también es cierto que la dinámica de subasta puede reducir la probabilidad de que se formulen ofertas para adquirir la sociedad, pues los potenciales postores sentirán que disminuyen sus probabilidades de ganar la competencia y de obtener la rentabilidad esperada inicial.

No obstante las críticas, debe rescatarse de *Van Gorkom* su solución (precaria) al problema del estándar exigible al directorio en caso de ofertas que ejercen coerción sobre los accionistas y que, por primera vez, la jurisprudencia parece favorecer la dinámica de subasta del control de la sociedad.

### 1.6.3. La trilogía *Unocal-Moran-Revlon*

Fue posteriormente que las cortes de Delaware endurecieron el estándar de revisión bajo la *business judgment rule* para declarar la validez de tácticas defensivas aprobadas por el directorio. Así, produjeron el *test* de *Unocal* aplicable a estas tácticas y, posteriormente, la regla *Revlon* ordenando al directorio conducir una subasta cuando la venta de la sociedad era inevitable.

---

(91) MACEY, Jonathan R. y Geoffrey MILLER. *Trans Union Reconsidered*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 98, Número 1, noviembre de 1988, pp. 140-142.

En *Unocal*,<sup>(92)</sup> Mesa Petroleum era titular de aproximadamente el 13% de las acciones emitidas por Unocal y, el 8 de abril de 1985, formuló una oferta en dos tramos por el 37% de las acciones emitidas por Unocal. En un primer tramo, adquiriría el 37% de las acciones a un precio de US\$ 56 por acción, que serían pagados en efectivo. En el segundo tramo, se adquiriría la participación accionaria del 49% restante también a un precio de US\$ 56 por acción, pero que sería pagado con instrumentos de deuda subordinada (que serían *junk bonds* o “bonos basura”). Este tipo de ofertas se conocen como *two-tier front-end loaded tender offer* y son estrategias de un adquirente para forzar a los accionistas de la sociedad objetivo a vender sus acciones: se ofrece un precio por acción hasta alcanzar determinado porcentaje, luego del cual se pasa a ofrecer un precio sustancialmente menor. Ello da a los accionistas la sensación de que no pueden perder una oportunidad de liquidar sus acciones.<sup>(93)</sup>

Entonces, el directorio de Unocal fue advertido de que el valor estimado de las acciones estaba por encima de los US\$ 60 por acción. Goldman Sachs & Co. y Dillon Read & Co. aconsejaron al directorio de Unocal usar una táctica defensiva consistente en una auto-oferta (véase también *infra* § 4.6) por sus propias acciones a un precio entre US\$ 70 y US\$ 75 por acción, que competiría con el segundo tramo de la oferta de Mesa. El costo de dicha propuesta le costaría a la compañía incurrir en US\$ 6.1 a 6.5 mil millones de deuda adicional, pero esta última continuaría siendo viable. Se le aconsejó al directorio sobre los instrumentos de deuda que serían emitidos y la necesidad de poner pactos restrictivos sobre ciertas actividades corporativas hasta que las obligaciones fuesen pagadas. El acuerdo del directorio estableció que, si Mesa

---

(92) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

(93) WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. Memorandum: *The Share Purchase Rights Plan*. Citado por: GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-58.

adquiriría 64 millones de acciones de Unocal (es decir, el 51% de sus acciones), Unocal adquiriría el 49% restante por una oferta de intercambio (*exchange offer*) de instrumentos de deuda a un valor de US\$ 72. La oferta estaría dirigida únicamente a los accionistas que hubiesen rehusado a vender sus acciones a Mesa, por lo tanto este último estaría excluido de la oferta.

El efecto de la oferta de Unocal era desincentivar a los accionistas de aceptar la oferta de Mesa desde su primer tramo, pues ningún accionista racional vendería a US\$ 56 en efectivo sus acciones si es que tenía la oportunidad de venderlas por US\$ 72 en bonos. Ahora bien, si es que Mesa lograba adquirir el 51% de sus acciones, los accionistas restantes previsiblemente venderían el 49% a Unocal, con lo cual dichas acciones estarían en tesorería, y Mesa habría adquirido el control de la compañía. No obstante, Mesa habría adquirido una compañía con una tasa de apalancamiento tan alta que la volvería inviable.

La corte refirió que, bajo las leyes de Delaware, Mesa podría ser excluido en caso el directorio razonablemente creyese que fuera para un propósito válido y necesario. La magnitud de la amenaza era suficiente para validar la medida, pues Mesa iba a provocar que los accionistas no dispuestos a vender sus acciones se vieran forzados a aceptar bonos basura, recibiendo a cambio un precio inadecuado por sus acciones. En la persecución de sus propios intereses, Mesa actuó de una manera tal que hizo que la mayoría de directores independientes de Unocal razonablemente determinen que aquellos iban en contra de los intereses de Unocal y sus accionistas. Además, incluir a Mesa significaba a fin de cuentas financiar la propia oferta inadecuada de Mesa con el pago de los US\$ 72.

La corte declaró que el deber de cuidado protege también a la compañía y a sus accionistas a fin de que estos no sufran daños originados por la amenaza de un tercero, incluyendo algún otro accionista. Sin embargo, el poder del directorio en el cumplimiento de dicho deber no es absoluto y debe estar motivado por la buena fe y la preocupación por la compañía y sus accionistas. Así, la Corte Suprema de Delaware creó un examen de dos pasos (el *two-prong test*) que ponía la carga de la prueba en los directores para demostrar (i) que tienen razón para creer que una oferta determinada representa una amenaza para la sociedad, y (ii) que sus tácticas defensivas son razonables con relación a la amenaza. Si una táctica defensiva pasa dicho *test*, entonces obtendría la protección de la *business judgment rule*; en caso contrario, debería ser juzgada bajo la *substantive fairness*.

*Moran v. Household International, Inc.*<sup>(94)</sup> (para una descripción de los hechos, véase *infra* § 2.3.1) fue el primer caso en el cual la Corte Suprema de Delaware se pronunció sobre la validez de la adopción por el directorio de un plan de derechos *poison pill* como medida prospectiva. La corte en *Moran* sostuvo que la *business judgment rule* era el estándar más apropiado para revisar la conducta del directorio al adoptar una *poison pill*, pero que, debido al conflicto inherente al que se enfrentan los directores al combatir una oferta hostil, estos deben soportar la primera carga de la prueba. Es así que aplicó el *test* de *Unocal*, exigiendo a los directores demostrar los motivos razonables para considerar que existía una amenaza y demostrar que la acción tomada era razonable con relación a dicha amenaza. Al sostener que el *test* de *Unocal* es aplicable tanto a las medidas prospectivas como a las tácticas defensivas, *Moran* incrementó, desde el punto de vista teórico, la protección a los accionistas.

---

(94) *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

Sin embargo, como lamentó en su momento Newman, la corte aplicó el *test de Unocal* de manera superficial. Al verificar la primera parte del *test*, la corte se satisfizo con que los directores hubieran “percibido” que existía una amenaza en el mercado de ofertas coercitivas del tipo *two-tier front-end loaded* y, al aplicar la segunda parte, no exigió al directorio justificar la necesidad de una provisión *flip-over* para dicho propósito. Por eso, a fin de cuentas, al declarar la validez de la *poison pill* en *Moran*, la corte en realidad aumentó el poder discrecional de los directores a expensas de los accionistas, permitiendo que desplieguen medidas *antitakeover* prospectivas que frenaran cualquier tipo de ofertas, incluso las que beneficiaban a los accionistas.<sup>(95)</sup>

En *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (para una descripción de los hechos, véase *infra* § 3.5.1),<sup>(96)</sup> la corte endureció la segunda parte del *test de Unocal* añadiendo el requisito de que cualquier táctica debe estar racionalmente relacionada con el beneficio de los accionistas. Además, la corte de *Revlon* sostuvo que, cuando la venta de la sociedad objetivo se vuelve inevitable, los directores deben actuar como “martilleros” de una subasta (*auctioneers*), cuya fusión es obtener el mejor precio. Así, mientras que la regla de proporcionalidad prevista por *Unocal* otorga al directorio cierta discreción en la toma de decisiones, el deber impuesto en *Revlon* es, en palabras de Rinaldi, “radical”, pues, una vez que el directorio entra en la “zona *Revlon*”, la obligación de un director hacia los accionistas es muy específica: lograr la maximización inmediata del valor de la acción. En ello se diferencia de otras

---

(95) NEWMAN, David S. *Delaware Serves Shareholders the “Poison Pill”: Moran v. Household International, Inc.* En: *Boston College Law Review*, Volumen 27, Número 3. Publicado por Boston College Law School, p. 680.

(96) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

obligaciones en el derecho de sociedades, que no especifican plazos y se concentran en el procedimiento más que en el resultado.<sup>(97)</sup>

Según anotan Black y Kraakman, el puerto de entrada más común a *Revlon* es una venta de todas las acciones de la sociedad a cambio de efectivo, al igual que en *Van Gorkom*, pues un directorio leal debe preferir más a menos efectivo, de lo cual se concluye que en este tipo de operaciones la discreción del directorio debe limitarse, a diferencia de *Unocal*.<sup>(98)</sup> No obstante, uno de los principales problemas de *Revlon* fue su ambigüedad en definir qué debía entenderse por “venta inevitable” de la sociedad, supuesto que activaba el deber de subasta. Quizás porque la corte formuló dicha regla con ocasión de un caso que involucraba una operación de venta de todas las acciones emitidas por la sociedad en circulación a cambio de efectivo, no consideró necesario explicar qué debía entenderse por “venta de la sociedad”.

Ante dicha carencia, las cortes de Delaware esbozaron el estándar de “cambio de control” como definición de “venta” para efectos de *Revlon*. Como explica Rinaldi, en *Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc.*, la corte consideró que el plan de reorganización aprobado por el directorio de *American Standard* contra una oferta hostil de *Black & Decker*, mediante el cual las acciones controladas por la administración se incrementaban de diez a cincuenta por ciento, activaba los deberes *Revlon*. Argumentó que, de otro modo, una oferta potencialmente exitosa por la mayoría (pero no todas) de las acciones no requeriría que la administración persiga el

---

(97) RINALDI, Ronald J. *Radically Altered States: Entering the “Revlon Zone”*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, Número 3, abril de 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 762-763.

(98) BLACK, Bernard y Reinier KRAAKMAN. *Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*. En: *Northwestern University Law Review*, Volumen 96, Número 2, 2002. Publicado por Northwestern University School of Law, p. 539.

interés de los accionistas buscando una mejor oferta.<sup>(99)</sup> El estándar de cambio de control fue desarrollado posteriormente en *Macmillan y Time* (veáse *infra* § 1.6.4 y 1.6.5 y también 3.5).

Otra de las debilidades de *Revlon* es que no establecía una nueva *business judgment rule* para revisar las acciones de la administración de una sociedad objetivo una vez que la subasta había comenzado y, más aun, no proporcionaba ningún criterio cuando la venta de la compañía era inevitable, pero una subasta propiamente dicha aún no ha empezado. Debe advertirse que el *test* de dos pasos para alcanzar la protección de la *business judgment rule* bajo *Unocal* tiene una relevancia limitada en la fase de subasta, pues este estándar busca el equilibrio entre las tácticas defensivas y las amenazas a la sociedad. En una subasta, la adquisición de la sociedad por un tercero ya no es una amenaza, sino la finalidad misma. Luego del inicio de una subasta de la compañía, los administradores-subastadores ya no tienen que defender la sociedad contra amenazas a la empresa. Por ello, para Bradbury, el *test* de *Unocal* debe ser adaptado para complementar eficazmente los deberes durante una subasta anunciados por *Revlon*.<sup>(100)</sup>

En esa adaptación de *Unocal*, la *business judgment rule* sigue siendo relevante durante la etapa de subasta. El estándar de revisión durante la etapa de subasta que propone Bradbury se debe estructurar como un análisis de dos pasos similar al de *Unocal* y se basa en la idea de que, en la revisión judicial de las tácticas defensivas, existe una útil distinción entre las situaciones en donde el conflicto de interés es

---

(99) RINALDI, Ronald J. *Radically Altered States: Entering the "Revlon Zone"*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, Número 3, abril de 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 763-765.

(100) BRADBURY, Steven G. *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 87, Número 1, octubre de 1988. Publicado por The Michigan Law Review Association, pp. 276-278.

manifiesto y aquellas en donde simplemente es presunto (es decir, todas las demás, considerando lo desarrollado *supra* § 1.1.). Así:

- (i) La primera etapa del *test* examinaría los motivos detrás de las acciones del directorio mediante un análisis del deber de cuidado (esto es, aplicando la *business judgment rule*) en el proceso de adopción de dichas acciones. En otras palabras, salvo que exista una evidente conducta de mala fe por parte de los directores (por ejemplo, un indebido atrincheramiento), se entenderá que han cumplido con su deber.
- (ii) La segunda etapa revisaría la conducta del directorio de acuerdo con los lineamientos de *Revlon*, midiendo la razonabilidad de las acciones del directorio en relación con los objetivos de generar, estimular o facilitar una subasta.<sup>(101)</sup>

Un conflicto de interés manifiesto existirá cuando hay suficiente evidencia objetiva de atrincheramiento o interés propio por parte de la administración (es decir, cuando la táctica defensiva no pasa la primera etapa del *test*) o cuando el directorio no puede demostrar el cumplimiento del requisito de proporcionalidad con la subasta de *Unocal-Revlon* (es decir, cuando no pasa la segunda etapa del *test*). Para el autor citado, en los supuestos de conflicto de interés manifiesto, debe prevalecer el análisis bajo el deber de lealtad<sup>(102)</sup> (es decir, la *substantive fairness rule*), mientras que la protección de la *business judgment rule* deberá concederse en los supuestos de

---

(101) BRADBURY, Steven G. *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 87, Número 1, octubre de 1988. Publicado por The Michigan Law Review Association, p. 310.

(102) BRADBURY, Steven G. *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 87, Número 1, octubre de 1988. Publicado por The Michigan Law Review Association, p. 310.

conflicto de interés presunto. Cabe destacar que el modelo de Bradbury también puede ser utilizado para evaluar la conducta de la administración antes del inicio de la subasta.

A modo de resumen, el desarrollo jurisprudencial y doctrinal hasta aquí permite contar con el siguiente esquema de evaluación:

- a) Si la sociedad ha desplegado una táctica defensiva, esta deberá cumplir con el *two-prong test* de *Unocal*. Si la medida es prospectiva, también debe aplicarse el test de *Unocal*, tal como estableció *Moran*. Si pasa el *test*, estará protegida por la *business judgement rule*; en caso contrario, deberá ser evaluada bajo el *substantive fairness* de *Weinberger*.
- b) Si la “venta” de la sociedad es inevitable, la administración deberá cumplir con el deber *Revlon*. La evaluación de la conducta de la administración antes y después de la subasta deberá realizarse bajo la propuesta de Bradbury: verificando los motivos detrás de dichas acciones bajo la *business judgment rule* y, luego, comprobando la existencia de razonabilidad con relación a la subasta. Al igual que en el literal anterior, si pasa el *test*, las acciones de la administración estarán protegidas por la *business judgement rule*; en caso contrario, deberán ser evaluadas bajo *Weinberger*.

#### 1.6.4. *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*

*Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*<sup>(103)</sup> es uno de los casos más importantes que siguieron a la trilogía *Unocal-Moran-Revlon* y, en particular, proporciona orientación sobre el significado de *Revlon* y su correcta aplicación. En 1987, Edward Evans, director ejecutivo de Macmillan, y William Reilly, otro alto ejecutivo, convencieron al directorio de la sociedad a adoptar diferentes medidas *antitakeover* e implementar una reestructuración mediante la cual ellos y otros miembros de la administración obtendrían el control. Estas medidas incluían causar que el *Employee Stock Option Plan* (ESOP) de la compañía adquiriera un bloque del accionariado de Macmillan, conferir el control de voto de la ESOP a la administración, establecer lucrativos contratos de indemnización que se activarían ante una oferta hostil y adoptar una *poison pill*. A pesar de la existencia de una oferta de adquisición formulada por Robert M. Bass Group, Inc., la Court of Chancery de Delaware consideró que la respuesta de la administración era desproporcionada y, en consecuencia, vulneraba los deberes fiduciarios bajo *Unocal*.

Entonces, Evans exploró la posibilidad de un *management buy-out* con Kohlberg Kravis Roberts (KKR), que prometió a la administración un veinte por ciento de participación en el capital de Macmillan. Por su lado, Maxwell Communication realizó una oferta pública de adquisición totalmente en efectivo condicionada únicamente a recibir acceso igualitario a la información. Luego de varias rondas, KKR, quien había sido favorecido durante la subasta, emergió como el ganador cuando el directorio aceptó su oferta nominalmente mayor. La oferta ganadora de KKR incluía un pacto de *no-shop*, un acuerdo *lockup*, una *termination fee* y reembolso de gastos.

---

(103) *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (Del. 1988).

Considerando que Evans había controlado las negociaciones con Maxwell, accedido a información confidencial y elegido al asesor financiero del directorio, la corte consideró que el había tenido un control excesivo sobre el proceso. Debido al manifiesto interés propio como participante en el *buyout* de KKR y los torpes intentos del directorio de supervisar una subasta independiente, la corte aplicó el estándar de *fairness*. Según este, la corte consideró que el derecho del directorio a confiar en sus ejecutivos y expertos no suspendía su deber de intensa supervisión y participación en la subasta, particularmente cuando Evans tenía un claro interés propio y había seleccionado a los expertos. La conducta de los directores contravenía todo estándar de *fairness*. El hecho que Evans ocultase sus favores a KKR constituía dolo, el cual constituía una causal de anulación de todas las decisiones tomadas por el directorio sobre la base de las declaraciones de Evans.<sup>(104)</sup>

Aunque la corte invalidó la subasta en *Macmillan* bajo el estándar de *Weinberger*, también la condenó bajo *Revlon*. Así, en primer lugar, siguiendo con el desarrollo del estándar del cambio de control, la corte indicó que el deber *Revlon* es aplicable sea que la operación implique una adquisición por un tercero, un *management buy-out*, o una reestructuración. Para la corte, una *lockup* debe conferir un beneficio sustancial a los accionistas, mientras que la *lockup option* de KKR ponía fin a la subasta a cambio de un aumento nominal en la oferta de KKR, que habría sido también obtenido por Maxwell a cambio de nada. Más aun, según ella, el directorio debía explorar otras alternativas antes de otorgar *lockup options* sobre *crown jewels* que ponen fin a la subasta. De igual modo, la corte advirtió que los pactos de *no-shop* recibirían un estricto examen para comprobar si otorgaban una ventaja a los accionistas de la objetivo.

---

(104) También en Perú: Código Civil, Artículos 221.2 y 222.

Finalmente, la corte sostuvo que la advertencia de *Unocal* sobre un “espectro omnipresente” de interés propio en todas las decisiones de control corporativo requiere de un escrutinio judicial más intenso (i.e. más estricto que la *business judgment rule*) tanto en las subastas llevadas a cabo bajo *Revlon* como en los contextos de tácticas defensivas. La corte delinea una versión general del estándar de *Unocal* aplicable a ambos escenarios, que, según puede apreciarse, recoge la propuesta de Bradbury señalada en el acápite anterior en lo relativo a la evaluación de la conducta del directorio durante la subasta *Revlon*:

“En presencia de un trato desigual, la corte debe primero examinar si los directores percibieron adecuadamente que los intereses de los accionistas fueron fortalecidos [por el beneficio otorgado al postor]. En cualquier caso, la acción del directorio debe ser razonable con relación a la ventaja que se busca lograr o, a la inversa, a la amenaza que una postura particular supuestamente representa para los intereses de los accionistas”.<sup>(105)</sup>

En consecuencia, en el primer paso del *test*, la corte deberá verificar que el motivo último detrás de la conducta de la administración sea la protección del interés de los accionistas (lo cual, en el supuesto tradicional de *Unocal*, se logrará con la demostración de la existencia de una amenaza contra la sociedad). En el segundo paso, deberá encontrar razonabilidad entre dicha conducta y la amenaza (el supuesto tradicional de *Unocal*) o entre dicha conducta y la protección buscada (*Revlon*).

Es notable que *Macmillan* emplee criterios extraídos de *Unocal*, *Revlon* y *Weinberger*, cada uno de los cuales se aplica a supuestos de hecho totalmente distintos (tácticas defensivas, venta de empresas y otras situaciones corporativas respectivamente), pues, de esta manera, confirma la interrelación entre dichos

---

(105) Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1288 (Del. 1988).

estándares tal como plantea el esquema de evaluación expresado al final del apartado anterior. Sin embargo, también es cierto que el orden en que los emplea no es el mismo, pues primero debió haber detectado la existencia de un deber *Revlon*, luego juzgado el comportamiento de la administración bajo *Unocal* y finalmente empleado el estricto estándar de *Weinberger*.

Finalmente, el análisis preparado por la Harvard Law Review sostiene (i) que es cierto que la evaluación de los supuestos de hecho de *Unocal*, *Revlon* y *Weinberger* necesita conceptos sobre deberes del directorio y estructura de revisión judicial especialmente adaptados, pero (ii) también que la intensidad del escrutinio judicial debe variar de acuerdo al grado de interés propio involucrado. En cuanto al primer punto, en todos los escenarios donde se desplieguen tácticas defensivas, debe aplicarse el estándar de proporcionalidad contenido en el *test* de dos pasos de *Unocal*. En las situaciones donde se activa *Revlon*, deberá exigirse al directorio adoptar el rol de un subastador y sus responsabilidades serían evaluadas de acuerdo al *test* de dos pasos de *Unocal* adaptado por *Macmillan*. Por su lado, en las decisiones diferentes a las que involucran temas de control corporativo, se aplicarán las exigencias de *fair price* y *fair dealing*. No obstante, en cuanto al segundo punto, la propuesta de la Harvard Law Review consiste en aplicar grados flexibles de escrutinio que dependerán directamente del nivel de conflicto de interés.<sup>(106)</sup>

El estudio de la Harvard Law Review plantea un mayor escrutinio para un mayor conflicto de interés, pero que esta gradualidad incida en la aplicación misma de *Unocal* o *Revlon*. Al finalizar el apartado anterior, se concluyó que el mayor rigor

---

(106) THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Review of Board Actions: Greater Scrutiny for Greater Conflicts of Interests*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 103, Número 7, mayo de 1990, pp. 1711-1713.

significaba aplicar la *substantive fairness* (y no la *business judgment rule*) cuando el conflicto de interés no sea presunto, sino manifiesto, pero que esto último solo podría determinarse una vez aplicados *Unocal* y *Revlon*. Más allá de elegir entre una u otra alternativa o aplicar conjuntamente ambos criterios de gradualidad, queda clara la preocupación de la doctrina en Delaware para que los conflictos de interés más evidentes sean evaluados de manera más estricta.

Hasta aquí, se puede apreciar cómo la jurisprudencia de Delaware construyó importantes y, en cierta medida, coherentes criterios. Sin embargo, estos fueron debilitados con las decisiones jurisdiccionales en *Time* y *Unitrin*.

#### 1.6.5. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*

En *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (para una descripción de los hechos y del derecho aplicado, véase *infra* § 3.5.2),<sup>(107)</sup> la Corte Suprema de Delaware permitió al directorio de Time bloquear una oferta de adquisición totalmente financiada de Paramount sobre Time con el fin de favorecer una fusión con Warner Communications auspiciada por la administración de Time. La corte otorgó a la administración la facultad de rechazar una oferta, sea porque existe una estrategia a largo plazo (por ejemplo, un acuerdo de adquisición negociada con un postor amigable) o porque el precio ofrecido es inadecuado, siempre que no se activen los deberes *Revlon*. Esta defensa fue denominada por la doctrina como *just say no*.

La posición defensiva de “*just say no*” (o, de manera más precisa, “*just say later*”) consiste en la habilidad del directorio de rechazar una oferta manteniendo

---

(107) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

medidas *antitakeover*. Su contrapeso es la habilidad de los accionistas de remover a los directores en una junta general y reemplazarlos con directores nominados por el oferente hostil.<sup>(108)</sup> Por ello, una “*just say no*” *pill* es vulnerable ante una lucha de *proxy*: si el postor hostil puede ganar el control del directorio de la objetivo, puede lograr que un directorio amigable redima la *pill* y proceder con su oferta pública de adquisición. Esta debilidad puede ser evitada mediante con un directorio escalonado efectivo (*effectively staggered board* o ESB), que fuerza al postor a esperar no menos de dos elecciones anuales de directores antes de ganar la mayoría de los asientos necesarios para redimir la *pill*.

Con *Time*, el estado de Delaware pasó de ser un sistema jurídico en donde se permitía la *limited-use pill* (1985-1990), y en general cualquier táctica defensiva de manera limitada, a otro en donde se permitía la del tipo “*just say no*”. Más aun, hoy bajo el derecho de Delaware está permitida la combinación de la “*just say no*” *pill* con un directorio escalonado efectivo<sup>(109)</sup> y, durante muchos años, Delaware no ha ordenado la redención de una *pill*. Como se profundizará más adelante, numerosos académicos opinan que el *just say no* reduce el bienestar de los accionistas pues entrega al directorio el control sobre las tomas de control, un mecanismo central para la disciplina de la administración.<sup>(110)</sup>

Vale la pena diferenciar la posición de “*just say no*” de la posición de “*just say never*”, un esquema defensivo impenetrable hasta que los directores determinen el

---

(108) GORDON, Mark. *Takeover Defenses Work*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, p. 820.

(109) SUBRAMANIAN, Guhan. *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 113, Número 3, diciembre de 2003. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 627.

(110) ARLEN, Jennifer. *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 918.

cambio de curso, que está prohibido en Delaware. Ejemplos de ello son las *poison pills* del tipo *slow hand*, que prohíbe cualquier redención de la *pill* por un periodo dado luego de la recomposición del directorio, y *dead hand*, que ordena que la *pill* solo puede ser redimida por los directores que estaban en el cargo cuando la *pill* fue adoptada o sus sucesores aprobados.<sup>(111)</sup>

En el artículo que analiza a profundidad las implicancias de *Paramount*, Gordon señala que el otorgamiento judicial de un poder amplio a la administración para rechazar ofertas hostiles previsiblemente reduce no solo el número de posturas hostiles, sino también el número de reorganizaciones en respuesta o anticipándose a ofertas hostiles, así como el número de ofertas amigables aceptadas por temor a una oferta hostil. De esta manera, como explica Gordon, una decisión como la de *Time* es un obstáculo significativo a la actividad en el mercado de fusiones y adquisiciones. Más aun, al desincentivar las adquisiciones hostiles, *Time* incentiva la lucha de *proxy*, pues los inversionistas institucionales verán a esta última como su único recurso para expresar su insatisfacción con la administración. Esta actuación activa un siguiente gran debate en el derecho de sociedades: si una participación vigorosa en el gobierno corporativo de los inversionistas institucionales termina concentrando en dichas pocas manos el poder económico y la toma de decisiones. Finalmente, *Time* significa un cambio en la cultura sociolegal del derecho de sociedades. Parte de la dinámica de las adquisiciones hostiles eran las operaciones de *insider trading*, bancos de inversión y estudio de abogados altamente remunerados y un ambiente en el cual la maximización del valor para el accionista era el criterio para el comportamiento corporativo. La corte

---

(111) SUBRAMANIAN, Guhan. *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 113, Número 3, diciembre de 2003. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 627-628.

en *Time* termina subordinando los intereses de los accionistas y envuelve dicho criterio con el prestigio de Delaware.<sup>(112)</sup>

Gordon identifica tres explicaciones posibles a la actuación de la corte en *Time*: una económica, otra de política pública (*public choice*) y otra sociohistórica. La explicación económica, que sostiene que la corte decidió que las adquisiciones hostiles no beneficiaban ni a los accionistas ni a ningún otro grupo al que debería protegerse, se ve debilitada ante la evidencia de las commensurables ganancias que obtienen los accionistas como resultado de la adquisición o, a lo sumo, de la incertidumbre general sobre sus efectos económicos globales.<sup>(113)</sup> La explicación de política pública sostiene que la corte actuó frente a las demandas de los administradores de las sociedades constituidas en Delaware, quienes se sentían amenazados por las adquisiciones y, en consecuencia, podían causar que las sociedades se redomicilien en otros estados. No obstante, dicha explicación también es débil porque la decisión sobre la redomiciliación es finalmente de la mayoría de accionistas, quienes detectarían los motivos egoístas de la administración.<sup>(114)</sup>

En consecuencia, para Gordon, el sustento de *Time* es la opinión de que un mercado autorregulado como el mercado de control corporativo es una amenaza para determinados valores sociales tales como la lealtad, la continuidad y la comunidad y que, por tanto, la actividades en el mercado de adquisiciones requería ser disminuida. A esta le llama la explicación histórica, pues *Time* responde a un momento histórico en

---

(112) GORDON, Jeffrey N. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 1932-1933.

(113) GORDON, Jeffrey. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 1933.

(114) GORDON, Jeffrey. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 1958.

el cual, por razones correctas o no, el hombre desea asegurar que la mano humana, antes que la mano invisible del mercado maneje su destino.<sup>(115)</sup>

Por otra parte, en *Time*, la corte identificó, sin excluir otras posibilidades, dos supuestos en los que se activaba el deber *Revlon*: (i) cuando una sociedad inicia un activo proceso de subasta buscando venderse o realizar una reorganización del negocio que involucre un claro “*break-up*” de la sociedad; o, (ii) cuando, en respuesta a la oferta del postor, una sociedad abandona una estrategia a largo plazo y busca una transacción alternativa que involucre el *breakup* [sic] de la sociedad. La imprecisión de la doctrina jurisprudencial del cambio de control puede detectarse en la indefinición de lo que es un *breakup* y en el hecho de que los supuestos en *Time* no sean taxativos para la corte.

Ahora bien, ¿existiría cambio de control cuando la administración (que, por sí, controla la sociedad) adquiere la propiedad de la mayoría de las acciones, o cuando un nuevo accionista adquiere la mayoría de las acciones sin remover a la administración?<sup>(116)</sup> (o sea, cambio de control “en la gestión”) Para Rinaldi, dado que el deber *Revlon* surge de la necesidad de proteger el control “en la propiedad” de los accionistas, lo que debe determinarse es el control real que tiene un accionista mediante sus derechos de voto. El poder de voto depende, usualmente, del número de acciones de titularidad de un accionista o de un grupo de accionistas con relación a otros accionistas. Toda sociedad tiene una estructura de control que es simplemente la totalidad de las relaciones acción-propiedad. Mediante el examen de dicha estructura,

---

(115) GORDON, Jeffrey. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 1933.

(116) RINALDI, Ronald J. *Radically Altered States: Entering the “Revlon Zone”*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, Número 3, abril de 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 766-767.

puede determinarse qué tipo de control tiene un individuo o un grupo y si una operación la alteraría activando el deber *Revlon*. Rinaldi delinea un estándar del cambio de control según el cual debe establecerse si una operación trae consigo un cambio en la relación que existía entre el accionista que cuestiona la operación y la estructura de control.<sup>(117)</sup>

#### 1.6.6. *Unitrin, Inc. v. America General Corp.*

En julio de 1994, American General,<sup>(118)</sup> un proveedor de seguros para viviendas, propuso una fusión a Unitrin, también una empresa de seguros, mediante la cual aquella compraría todas las acciones emitidas por Unitrin a un precio de US\$ 50 por acción en efectivo. Unitrin rechazó la oferta, producto de lo cual American General emitió una nota de prensa sobre su plan de fusión y el rechazo por parte del directorio de Unitrin. Fue entonces que el directorio de Unitrin aprobó la inserción de una *poison pill* y anunció un programa de recompra para adquirir hasta 10 millones de las 51.8 millones emitidas por Unitrin. También se anunció que los directores que no estaban participando del programa de recompra, mantenían el 23% y el pacto social de Unitrin contenía cláusulas de supermayorías.

American General presentó una demanda contra Unitrin y sus directores y, paralelamente, los accionistas de Unitrin presentaron una *class action*, ambas para evitar que Unitrin lleve a cabo su programa de recompra. La Court of Chancery sostuvo que el programa de recompra era una respuesta desproporcionada a la amenaza planteada, bajo el estándar de *Unocal*, y suspendieron el programa. Unitrin

---

(117) RINALDI, Ronald J. *Radically Altered States: Entering the "Revlon Zone"*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, Número 3, abril de 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 778.

(118) *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995)

apeló a la Corte Suprema, y esta revocó la decisión de la Court of Chancery luego de reformular *Unocal*. Para la Corte Suprema, en primer lugar, debía determinarse si una táctica defensiva era coercitiva o preclusiva y, en segundo lugar, analizar si se ubicaba dentro de un rango de respuestas razonables frente a una amenaza, un estándar que difícilmente involucra una revisión judicial significativa.

Como explica Arlen, en *Time* y en *Unitrin*, la corte de Delaware remueve el diente de ambos pasos del *test* de *Unocal*, al permitir al directorio utilizar cualquier medida defensiva siempre que la medida no sea preclusiva ni coercitiva<sup>(119)</sup> y, además, según indica Subramanian, la relectura del requisito de proporcionalidad bajo *Unocal* es operacionalmente similar a la *business judgment rule*: una acción del directorio será válida si es atribuible a cualquier juicio razonable.<sup>120</sup>

#### 1.6.7. La teoría del “valor escondido” en la jurisprudencia de Delaware

Black y Kraakman comentan que la jurisprudencia de Delaware es de alguna manera deferente con la administración en materia de medidas *antitakeover* porque descansa en el concepto de *Van Gorkom* sobre la existencia de un valor intrínseco o “escondido” que solo el directorio puede aprehender, pero que permanece invisible para los accionistas y potenciales adquirentes. Se trata del prejuicio de que solo el directorio conoce cuánto vale una empresa. Más aun, para esta teoría, el valor escondido no solo es desconocido por los accionistas y adquirentes, sino también incognoscible, pues no podría ser creíblemente revelado por el directorio. Si este valor

- 
- (119) ARLEN, Jennifer. *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 918.
- (120) SUBRAMANIAN, Guhan. *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 113, Número 3, diciembre de 2003. Publicado por The Yale Law Journal, Inc., pp. 626-627.

podiese ser revelado a los accionistas, la alternativa regulatoria más simple sería obligar al directorio a revelar dicho valor y toda la información que conoce y luego dejar que los accionistas tomen una decisión. Asimismo, si el valor pudiese ser aprehendido por los adquirentes, el directorio no necesitaría el poder para rechazar ofertas, sino únicamente tiempo suficiente para obtener el precio completo de la compañía en el mercado de adquisiciones.<sup>(121)</sup>

La teoría del valor escondido, como la denominan Black y Kraakman, no es más que la hipótesis de la escuela de la *management discretion* (véase *infra* § 1.8.1) de que los mercados de capitales son ineficientes. La jurisprudencia de Delaware, al reconocer en el directorio un rol frente a una oferta pública de adquisición hostil (más aun luego de permitir el *just say no* en *Time* y de reformular *Unocal* en *Unitrin*), implícitamente se ha decantado por los postulados de esta escuela.

Black y Kraakman están lejos de apoyar la teoría del valor escondido y, por el contrario, prefieren el modelo del “valor visible” de la escuela de la *shareholder choice* (véase *infra* § 1.8.2), bajo el cual los accionistas y los potenciales adquirentes están o bien informados sobre el valor de la sociedad o pueden estarlo mediante la revelación por el directorio de la objetivo del valor inicialmente escondido. Este es el modelo que descansa en el *City Code* británico y del derecho comunitario europeo, al prohibir al directorio implementar tácticas defensivas una vez que una oferta hostil se ha formulado, salvo que exista autorización de la junta de accionistas.<sup>(122)</sup>

---

(121) BLACK, Bernard y Reinier KRAAKMAN. *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*. En: *Northwestern University Law Review*, Volumen 96, Número 2, 2002. Publicado por Northwestern University School of Law, pp. 522-523.

(122) BLACK, Bernard y Reinier KRAAKMAN. *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*. En: *Northwestern University Law Review*, Volumen 96, Número 2, 2002. Publicado por Northwestern University School of Law, p. 525.

Por el momento, ya es posible distinguir dos posturas de regulación: (i) entregar a los accionistas la tarea de aprobar o desaprobar una táctica defensiva, al estilo del *City Code* o de la directiva comunitaria europea (que se inspira en la *shareholder choice*); o, (ii) entregar a las cortes la función de determinar (deferentemente) la validez o invalidez de ella, al estilo de las cortes de Delaware (que se inspira en la *management discretion*). Al analizar en § 1.8 las tácticas defensivas, se estudiará ambas escuelas; antes de ello, es necesario empezar con las medidas prospectivas.

### 1.7. El análisis de las medidas *antitakeover* prospectivas

De la revisión de legislación y jurisprudencia realizada hasta el momento, puede apreciarse cómo, salvo *Moran*, estas se han concentrado especialmente en la problemática de las tácticas defensivas y han sido mucho más cautas para limitar o restringir las protecciones *antitakeover* adoptadas con anterioridad a la oferta de adquisición. En el presente apartado, se desarrollará la tesis de que, salvo algunas excepciones que requieren un análisis particular (sobre las *embedded defenses*, véase *infra* § 4.4), las medidas prospectivas son promovidas o aprobadas usualmente por los mismos accionistas de la sociedad. Y, cuando son adoptadas unilateralmente por el directorio, es difícil asegurar que exista un conflicto de interés manifiesto, por cuanto la administración ni siquiera tiene idea de la probabilidad de una oferta. Esas razones, sumadas al hecho de que no hay argumentos concluyentes que permitan aseverar que las medidas prospectivas perjudican a los accionistas, abogan por un escrutinio judicial menos estricto.

Las sociedades estructuran su protección *antitakeover* prospectiva de dos maneras: en primer lugar, adoptan estipulaciones *antitakeover* en el pacto social (*shark repellents*) o cualquier otra medida prospectiva y, en segundo lugar, son constituidas o redomiciliadas en estados cuyas legislaciones o jurisprudencia dificultan las adquisiciones.<sup>(123)</sup> Aunque es posible que estos mecanismos sean promovidos por la administración en cualquier momento, lo más usual es que se adopten cuando la sociedad decide realizar una oferta pública primaria (es decir, durante el proceso de convertirse en listada) y a instancias de los accionistas anteriores al listado (“*private shareholders*”). Adoptarlas antes de dicha decisión no tiene mucha utilidad y adoptarlas cuando la sociedad ya está listada es más difícil por la vigilancia que ejerce el mercado sobre la sociedad. La elección de la estructura de gobierno (incluyendo la protección *antitakeover*) en la etapa de la oferta pública primaria resulta tener un efecto fundamental en si las sociedades pueden continuar siendo independientes ante la eventual formulación de una oferta hostil

Bebchuk ha identificado diversas razones por las que los *private shareholders* deciden adoptar medidas *antitakeover* prospectivas con ocasión de una oferta pública primaria. Entre las explicaciones más importantes, se cuentan las siguientes:

- a) La explicación de la “desconcentración de la propiedad” predica que, sin las estipulaciones *antitakeover*, los *private shareholders* nunca se arriesgarían a disminuir su participación en una sociedad que va a convertirse en listada. No obstante, una vez que el accionariado está suficientemente difundido, es esperable que los accionistas-inversionistas o *public shareholders* (aquellos

---

(123) BEBCHUK, Lucian. *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p. 714.

que suscribieron acciones de dicha sociedad en la oferta pública primaria o las adquirieron en el mercado secundario) se opongan a su adopción o continuación, pues, estas medidas prospectivas desincentivarán a posibles postores a formular ofertas atractivas a los *public shareholders*.

- b) La explicación de la “protección eficiente de rentas” señala que los beneficios que obtienen los *private shareholders* derivados de proteger sus prerrogativas (seguir controlando a la administración existente) a través de estipulaciones *antitakeover* son, en la etapa de la oferta pública primaria, más altos que la posible reducción del precio de las acciones que resulte de ellas. Posteriormente, los *public shareholders* se opondrán a su adopción salvo que obtengan ellos también una reparación por dicha reducción en el valor de sus inversiones.
- c) Las explicaciones de los “costos de agencias” indican que las estipulaciones *antitakeover* son adoptadas incluso si son ineficientes, debido a problemas de agencia del lado de los *private shareholders*. Un tipo de problema de agencia puede ser el que existe entre los *private shareholders* que continuarán administrando la sociedad luego de la oferta pública primaria y los que no, por cuanto los primeros serán quienes perciban todos los beneficios de la protección de renta y soportarán únicamente parte del costo. Otro tipo de problema de agencia es el que existe entre los *private shareholders* y los abogados, pues las desventajas de que no existan estipulaciones *antitakeover* (esto es, la desprotección de sus clientes) serán imputadas a los abogados,

mientras que sus ventajas (un posible mayor valor de las acciones luego de la oferta pública primaria) difícilmente les serán reconocidas.<sup>(124)</sup>

Coates se ha concentrado en esta última explicación enunciada por Bebchuk. Para él, las medidas prospectivas son escogidas en la etapa de la oferta pública primaria principalmente como consecuencia de la experiencia de los abogados que asesoran a la sociedad en ese momento. Utilizando una muestra de las ofertas públicas primarias en los períodos 1991-1992 y 1998-1999, observa que la experiencia en materia de tomas de control, el tamaño y la ubicación de los estudios de abogados tienen relación directa con el número y la fortaleza de las protecciones *antitakeover* adoptadas por las compañías a las que asesoraron, de modo tal que las sociedades asesoradas por estudios de abogados más grandes con más experiencia en adquisiciones adoptaron más medidas *antitakeover*. De esta manera, los abogados resultan ser un grupo autónomo de actores que toman decisiones para sus clientes determinando las estructuras de control corporativo.<sup>(125)</sup>

Asimismo, Coates observa que las sociedades asesoradas por *underwriters* de alta calidad o con soporte de capital riesgo son más propensas a adoptar protección *antitakeover*. Los *underwriters* y, en menor medida, el capital riesgo son, para los *private shareholders*, fuentes importantes de información sobre los precios para la emisión en la oferta pública primaria. La correlación entre la reputación de los *underwriters* y la adopción de protección *antitakeover* sugiere que los *private shareholders* adoptan estas últimas, con independencia de la información que les

---

(124) BEBCHUK, Lucian. *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 714-717.

(125) COATES, John C., IV. *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*. En: *California Law Review*, Volumen 89, Número 5, octubre de 2001. Publicado por California Law Review, Inc., pp. 1303-1304.

brinden sobre su efecto en los precios. Por lo tanto, las defensas resultan convenientes desde la perspectiva de los *private shareholders* en términos absolutos. Este hallazgo es consistente con las teorías que sostienen que estas defensas son beneficiosas para los *private shareholders* (como la explicación de la desconcentración de la propiedad y de la protección eficiente de rentas) antes que con las teorías convencionales de costos de agencia que afirman que su adopción es desventajosa.<sup>(126)</sup>

Ahora bien, Bebchuk se ha percatado de que, si bien la adopción de protecciones *antitakeover* por parte de una sociedad en la etapa de la oferta pública primaria se incrementó durante la década de los noventa, la oposición posterior de los *public shareholders* a tales medidas también se ha incrementado.<sup>(127)</sup> Como cuenta Klausner, durante dicha década, los inversionistas institucionales se enfrascaron en luchas de *proxy* contra la administración de la sociedad sobre diversas materias de gobierno corporativo: en particular, oponiéndose a modificaciones al pacto social tales como el establecimiento de directorios escalonados y apoyando otras tales como la redención de *poison pills* o la aprobación previa de estas por los accionistas.<sup>(128)</sup>

Lo curioso es que miles de empresas listaron sus acciones teniendo pactos sociales con estipulaciones *antitakeover*, sin que los inversionistas institucionales prestasen atención a ellas. Más curioso aún es que cientos de las empresas que luego formularían ofertas hostiles estaban financiadas por fondos de capital riesgo y

- 
- (126) COATES, John C., IV. *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*. En: *California Law Review*, Volumen 89, Número 5, octubre de 2001. Publicado por California Law Review, Inc., pp. 1304-1305.
- (127) BEBCHUK, Lucian. *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p. 714.
- (128) KLAUSNER, Michael. *Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p. 755.

*leveraged buyout*, cuyos inversionistas son justamente los mismos que libran las luchas de *proxy*.<sup>(129)</sup>

Habiendo quedado claro que los *private shareholders* tienen razones (abundantes y diferentes, según sea el caso) para promover la adopción de medidas *antitakeover* de carácter prospectivo, resta determinar neutralmente cuáles son sus beneficios y costos. Los argumentos en el debate se centran en dos ejes básicos: (i) el efecto de las medidas prospectivas sobre los pronósticos de utilidades a largo plazo; y, (ii) su efecto en la probabilidad de adquisición de la firma y el monto potencial de la prima de producirse la adquisición. En cuanto al primero, algunos académicos sostienen que las medidas protegen a la administración de los eventuales efectos disruptivos de las adquisiciones, permitiéndoles enfocarse en estrategias a largo plazo y generar utilidades sin la amenaza de las pérdidas del control de la sociedad o la pérdida de su empleo. En cuanto al segundo, otros añaden que, al designar a la administración como el único representante de los accionistas en el regateo, las medidas prospectivas le permiten negociar la prima más alta posible. Sin embargo, de la otra orilla, otros piensan que las medidas prospectivas incentivan a la administración a volverse laxa, ineficiente u oportunista<sup>(130)</sup>. Estos críticos sostienen que, al remover la amenaza de una adquisición, también remueve el mecanismo disciplinario del mercado del control corporativo.

Johnson y Rao han realizado un estudio empírico que examina las consecuencias de este tipo de medidas en función de los dos ejes mencionados en el

---

(129) KLAUSNER, Michael. *Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 755-756.

(130) JOHNSON, Mark S. y Ramesh P. RAO. *The Impact of Anti-takeover Charter Amendments on Expectations of Future Earnings and Takeover Activity*. En: *Managerial and Decision Economics*, Volumen 20, Número 2, marzo de 1999. Publicado por Wiley, p. 75.

párrafo anterior. Con relación al primero de ellos, cabe destacar que, a diferencia de otros estudios que analizan los cambios en las ganancias reales con posterioridad a la adopción de las medidas, dichos autores analizan los cambios en las predicciones de los analistas sobre las ganancias de una sociedad inmediatamente después de la adopción de una medida preventiva. Para ellos, esta metodología es preferible a la que se concentra en las ganancias reales, porque esta última genera dos prejuicios potenciales: (i) para que sean un dato relevante, las ganancias deberían continuar por un periodo extenso luego de adoptada la medida *antitakeover*, durante el cual incluso una sociedad podría extinguirse; y, además, (ii) las ganancias reales se basan en datos contables producidos por la administración y están sujetas a una posible manipulación por la administración. Con relación al segundo eje, los autores examinan cómo la adopción de medidas prospectivas afecta la probabilidad de un intento de adquisición, la probabilidad de adquisiciones exitosas y el tamaño de las primas de adquisición.<sup>(131)</sup> Su estudio finalmente concluye en que las medidas prospectivas apenas tienen algún efecto sobre las percepciones de los analistas sobre el desempeño futuro de la sociedad, la probabilidad de la actividad en materia de adquisiciones o el tamaño de las primas en caso de adquisiciones.<sup>(132)</sup>

De igual modo, es interesante mencionar el original teorema de Hannes, que, invocando la ley de la oferta y la demanda, señala un beneficio general de las medidas prospectivas. Este sostiene que, a mayor sea la oferta de compañías que no cuentan con provisiones *antitakeover*, menor será el precio que el mercado estará dispuesto a pagar por ese producto. Las provisiones *antitakeover* no solo evita la ocurrencia de

---

(131) JOHNSON, Mark S. y Ramesh P. RAO. *The Impact of Anti-takeover Charter Amendments on Expectations of Future Earnings and Takeover Activity*. En: *Managerial and Decision Economics*, Volumen 20, Número 2, marzo de 1999. Publicado por Wiley, pp. 75-76.

(132) JOHNSON, Mark S. y Ramesh P. RAO. *The Impact of Anti-takeover Charter Amendments on Expectations of Future Earnings and Takeover Activity*. En: *Managerial and Decision Economics*, Volumen 20, Número 2, marzo de 1999. Publicado por Wiley, pp. 83-84.

una adquisición hostil, sino también dirige la actividad de las adquisiciones hacia los objetivos sin protección,<sup>(133)</sup> generando un aumento en el precio de las acciones de estas últimas.

La problemática de las medidas *antitakeover* prospectivas parece ser, entonces, más uno de conflicto de intereses entre los *private shareholders* (específicamente, aquellos que controlan la administración de la sociedad antes de que se vuelva listada) y los demás accionistas de la sociedad. En ese sentido, es difícil pretender limitar *ex ante* la adopción o declarar la invalidez de medidas prospectivas adoptadas por los propios accionistas. El derecho de sociedades ya prevé un remedio (la nulidad) para el caso de acuerdos adoptados por la junta general de accionistas en beneficio de algún accionista, siempre que se demuestre que ello perjudica la sociedad.<sup>(134)</sup> Bajo este estándar y con este remedio debería evaluarse las medidas prospectivas adoptadas por los accionistas: no más.

De igual manera, si el directorio adopta medidas *antitakeover* prospectivas, son escasos los argumentos para afirmar la existencia de un conflicto de interés manifiesto, por cuanto la administración ni siquiera presiente la probabilidad de una oferta hostil. Kahan y Klausner, en su estudio sobre las *lockup options*, señalan que aquellas *lockup options* otorgadas por el directorio a un primer postor antes que cualquier oferta sea inminente (*non-anticipatory first-bidder lockups*) deben ser evaluadas deferentemente bajo la *business judgment rule* (véase *infra* § 3.7.2.3). Similarmente, y teniendo en cuenta la regla de Bradbury enunciada anteriormente, las medidas *antitakeover* prospectivas merecen la protección de la *business judgment*

---

(133) HANNES, Sharon. *A Demand-Side Theory of Antitakeover Defenses*. En: *The Journal of Legal Studies*, Volumen 35, Número 3, junio de 2006. Publicado por The University of Chicago Press en nombre de The University of Chicago Law School, p. 519.

(134) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 138°.

*rule*. En consecuencia, salvo que se demuestre una actuación de mala fe por parte del directorio (por ejemplo, una clara intención de atrincherarse), entonces deberán ser consideradas válidas. Si dicha mala fe es demostrada, deberán ser analizadas estrictamente bajo el estándar de la *substantive fairness*.

### 1.8. El análisis de las medidas *antitakeover* defensivas

Como señala Coffee, el debate clásico a nivel doctrinal sobre la legitimidad del uso de las tácticas defensivas se ha centrado en pretender dar una respuesta a las siguientes preguntas:

- a) ¿Debería permitirse a la administración de la objetivo resistirse ante una oferta pública de adquisición hostil? Si la respuesta es afirmativa, ¿qué tácticas defensivas deberían ser legales?
- b) Si las tácticas defensivas no fuesen permitidas, ¿debería permitirse a la administración de la objetivo siquiera buscar posturas competitivas creando una dinámica de subasta?
- c) ¿Las adquisiciones hostiles, en total, promueven la eficiencia económica o solo una preocupación con una maximización a costa del planeamiento estratégico, la investigación y la innovación?<sup>(135)</sup> Si la conclusión es que promueven la eficiencia económica, no tiene sentido permitir las medidas *antitakeover*.

---

(135) COFFEE, John, Jr. *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 5, junio de 1984. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 1147-1148.

En realidad, las diferentes respuestas que la doctrina ha esbozado para estas preguntas depende de una posición de principio: escoger entre un sistema que privilegie el control de la sociedad por sus accionistas (la escuela de la “elección del accionista” o *shareholder choice*) o por sus administradores (la escuela de la “discreción de la administración” o *management discretion*). En esta apartado, se abordará la tarea de profundizar en los postulados teóricos de estas escuelas.

A manera de introducción, Allen, Jacobs y Strine, jueces de Delaware, indican que el derecho de sociedades de dicho estado ha oscilado, sin optar definitivamente por ninguno, entre dos modelos básicos de la sociedad: los modelos de “propiedad” y de “institución”, que han dominado la doctrina y la jurisprudencia societaria americanas durante más de cien años. El modelo de propiedad afirma que el propósito de la sociedad es lograr el mejor resultado para los accionistas presentes, mientras que el modelo de institución propone que es maximizar el valor que la sociedad genera en el largo plazo, sin importar si ello es en el mejor interés de los accionistas.<sup>(136)</sup>

Por su lado, la doctrina y la jurisprudencia española, en consonancia con las directrices del Informe Olivencia, han apuntado a entender el interés social desde una visión “de propiedad” (también llamada “contractualista”). Es decir, se identifica al interés de la sociedad con el de los accionistas, decantándose por el criterio de maximización del valor para los accionistas. Superó así a la visión institucional, que postulaba que el interés social era un interés autónomo de la empresa, sintetizador de

---

(136) ALLEN, William T., Jack B. JACOBS y Leo E. STRINE, Jr. *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 2, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 1071.

los intereses de los diversos grupos de poder (accionistas, trabajadores, proveedores, clientes, comunidad, etcétera)<sup>(137)</sup>, también llamados *stakeholders*.

Este debate se ha reflejado obsesivamente en el rubro de las adquisiciones de empresas y, específicamente, en responder a la pregunta ¿quién debe tener primacía en la decisión de aceptar una oferta pública de adquisición: los directores o los accionistas? Al respecto, se han materializado dos posiciones. La escuela de la *management discretion* o *board veto* sostiene que los mercados financieros son ineficientes<sup>(138)</sup>, es decir, que el precio de mercado es diferente al valor intrínseco de la sociedad, por lo que no hay razón para asumir que los accionistas estarán informados o serán compensados adecuadamente ante una oferta pública de adquisición. Debido a esta falta de información, los accionistas no están suficientemente equipados para tomar una decisión con relación a la venta de la compañía, por lo cual esta debe ser dejada al directorio.<sup>(139)</sup> Para esta escuela, las decisiones y acciones (esto es, tácticas defensivas) que tome la administración deben ser permitidas y evaluadas bajo el mismo estándar que las relacionadas con otras operaciones sobre activos de la sociedad, es decir, la deferente *business judgment rule*.<sup>(140)</sup>

La escuela de la *shareholder choice* predica que los directores tienen intereses propios al enfrentarse a ofertas públicas de adquisición y considera a estas últimas como mecanismo de gobierno y que, por tanto, las batallas por el control corporativo

---

(137) PAZ-ARES, Cándido. *La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades*. En: *IUS ET VERITAS*, Año XII, Número 24, junio de 2002. Publicado por Asociación Civil IUS ET VERITAS, p. 140.

(138) WACHTER, Michael. *Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 151, Número 3, enero de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 789-790

(139) KAHAN, Marcel y Edward B. ROCK. *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p. 475.

(140) WACHTER, Michael. *Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 151, Número 3, enero de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 789-790.

deben librarse en los mercados financieros. Para esta corriente, no existe un valor intrínseco de la sociedad que pueda diferir de su valor en los mercados financieros y, aunque la información privada poseída por los administradores, pueda generar una brecha entre el valor de mercado y el mencionado valor intrínseco, basta que se conceda a la administración un plazo breve para revelar información o para buscar una operación alternativa.<sup>(141)</sup> La escuela de la *shareholder choice* propone que las tácticas defensivas no deben ser permitidas; pero, a su vez, esta escuela tiene dos corrientes: aquellos que proponen que la administración conduzca una subasta de la compañía y otros que afirman que la dinámica de subasta genera costos que la hacen poco deseable.

Martin Lipton es la figura más importante de la escuela de la *management discretion*, mientras que, del lado de la escuela de la *shareholder choice*, destacan Lucian Bebchuk, John Coates, Guhan Subramanian, Bernard Black, Reinier Kraakman, Ronald Gilson, entre otros. Los trabajos de todos ellos son citados estas páginas. Kahan y Rock han caracterizado a los primeros como *hamiltonianos* y a los segundos como *jacksonianos*,<sup>(142)</sup> contrastando el federalismo y la preferencia por un gobierno central fuerte de Alexander Hamilton (Charleston, 1755 - New York City, 1804) con la defensa de los derechos y prerrogativas de los estados del presidente Andrew Jackson (Waxhaws, 1767 – Nashville, 1845).

Cada una de estas escuelas ha terminado produciendo dos conclusiones extremas. La primera, conocida como la “hipótesis del interés de los accionistas”,

---

(141) WACHTER, Michael. *Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 151, Número 3, enero de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 789-790

(142) KAHAN, Marcel y Edward B. ROCK. *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p. 475.

propone que las medidas de defensa en promedio incrementan la riqueza de los accionistas porque fortalece la habilidad de la administración para conseguir una prima más alta de adquirentes legítimos o para frustrar ofertas inadecuadas. La segunda, usualmente denominada “hipótesis de atrincheramiento de la administración”, señala que los administradores adoptan estas defensas para preservar sus bien remunerados empleos y cargos.<sup>(143)</sup>

Cabe señalar que Arlen y Talley advierten que el debate entre la *shareholder choice* y la *management discretion* se ha centrado erróneamente en determinar si los accionistas tienen suficiente información para decidir, en lugar de atender qué consecuencias prácticas traería una regla y otra. Para ellos, las justificaciones de la *shareholder choice* presumen equivocadamente que los administradores no cambiarán su comportamiento ante una reducción de su discrecionalidad, a pesar de que, por el contrario, la historia está plagada de ejemplos en los que los administradores inventan creativamente nuevas defensas para enfrentarse a las amenazas a su control. Así, ellos se voltearán a las “defensas incrustadas” (*embedded defenses*, véase *infra* § 4.4), que, a diferencia de las “defensas puras”, no tienen por único efecto oponerse a una oferta hostil y, en consecuencia, son más difíciles de ser examinadas por las cortes sin afectar el principio de que las sociedades listadas deben ser conducidas por una administración profesional y no por los accionistas (y menos por la judicatura).<sup>(144)</sup>

Para Arlen y Talley, entre las defensas incrustadas, se cuentan los requisitos de supermayoría para aprobar una fusión y las estipulaciones “cheque en blanco” para

---

(143) HERON, Randall A. y Erik LIE. *On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets*. En: *The Journal of Business*, Volumen 79, Número 4, julio de 2006. Publicado por The University of Chicago Press, p. 1786.

(144) ARLEN, Jennifer y Eric TALLEY. *Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 665-666.

emitir acciones preferentes, que podrían ser promovidas por el directorio. Estas últimas son cláusulas que permiten al directorio determinar en qué consistirá la preferencia: el directorio podría establecer para las acciones un derecho de veto a cualquier fusión. También están los *golden parachutes* en los contratos de administración o las estructuras organizacionales, líneas de comunicación y culturas corporativas dependientes de las habilidades de una administración en particular. Finalmente, debe mencionarse a las cláusulas de cambio de control en contratos de la sociedad con terceros, que son defensas sábana que bloquean cualquier tipo de adquisición, pues establecen la resolución del contrato o el pago de una penalidad por parte de la sociedad en el supuesto que se produzca un cambio de control o una fusión, sea amigable o no.<sup>(145)</sup> Ante esta evidencia, los autores, lejos de afirmar la superioridad de la *managerial discretion*, reconocen que el debate debe ser enriquecido con el estudio de la implementación práctica de cada escuela, tarea que se encuentra pendiente en la doctrina.

### 1.8.1. La escuela de la *management discretion* o *board veto*

Para la escuela de la *management discretion* (también llamada escuela del *board veto*), otorgar a la administración la facultad de desplegar tácticas defensivas le permitirá negociar y obtener un mayor precio por acción para los accionistas de la objetivo. Por eso, deben ser permitidas *ex ante* y su legalidad deberá evaluarse bajo la *business judgment rule*.

---

(145) ARLEN, Jennifer y Eric TALLEY. *Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 608-615.

Esta escuela sostiene su postura en la hipótesis del “poder de regateo” (*bargaining power*), según la cual una sociedad objetivo con fuertes defensas obtendrá más en una adquisición negociada que una con defensas débiles, pues la alternativa de efectuar una oferta hostil es menos atractiva. La hipótesis del poder de regateo ganó importancia en la primera década del siglo, frente a otras razones como la necesidad de proteger a los accionistas de las ofertas que ejercen coerción estructural sobre ellos.<sup>(146)</sup>

Lipton y Rosenblum critican que el modelo de la *shareholder choice* (a la que ellos llaman “modelo de disciplina gerencial del gobierno corporativo”) descansa en buena parte en el paradigma del accionista como propietario de la sociedad, de la misma manera que el propietario de cualquier bien.<sup>(147)</sup> Desde un punto de vista económico, uno de los principios del capitalismo es que el propietario de un bien puede hacer con él lo que desea, siempre que ello no afecte a terceros y, desde un punto de vista jurídico, “[e]l derecho de propiedad es inviolable” y “[s]e ejerce en armonía con el bien común y dentro de los límites de la ley”.<sup>(148)</sup> Entonces, si la sociedad es una propiedad privada de sus accionistas, los administradores deberían ser idealmente meros ejecutores de los deseos de los accionistas.

No obstante, los autores señalados indican que dicho razonamiento tiene dos debilidades. En primer lugar, la sociedad –y, en especial, la sociedad listada– no es una propiedad privada como cualquier otra. Por el contrario, se trata del principal medio de producción en las economías capitalistas y, en consecuencia, el desarrollo

---

(146) SUBRAMANIAN, Guhan. *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 113, Número 3, diciembre de 2003. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 621-622.

(147) LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 191.

(148) Constitución Política del Perú, Artículo 70°.

de estas economías depende de la habilidad de las sociedades en mantener negocios prósperos y competitivos a nivel global. Así, la sociedad afecta los intereses de empleados, proveedores, clientes y comunidades, quienes contribuyen con la operación y éxito de la sociedad. Más aun, la historia del origen de la sociedad anónima abierta resalta este contraste con el bien de propiedad privada. Las sociedades aparecieron en Inglaterra y Estados Unidos como entidades cuasipúblicas, a las que el poder legislativo concedía un pacto social para servir objetivos públicos y privados, como ocurrió con la British East India Company y la Hudson Bay Company. Las leyes generales para la constitución de sociedades privadas no vienen a ser predominantes sino hasta bien avanzado el siglo diecinueve.<sup>(149)</sup>

En segundo lugar, el modelo de disciplina gerencial tiende a ignorar que el accionista es propietario de un interés sobre una parte del capital, una inversión financiera que no le proporciona control alguno sobre las propiedades, derechos contractuales, estructura organizativa de la sociedad, etcétera. El interés intrínseco del accionista es de carácter financiero, el cual se satisface con la generación de retornos en la forma de dividendos o la generación de mayor valor en la forma de apreciación del precio de la acción, antes que con el uso o el disfrute del bien.<sup>(150)</sup>

Por otra parte, la escuela de la *management discretion* señala que quienes proponen el modelo de disciplina gerencial tienden a considerar la adquisición hostil como el instrumento principal de la disciplina gerencial basándose esencialmente en la teoría de eficiencia de los mercados de capitales (*efficient capital markets hypothesis* o

---

(149) LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 192-193.

(150) LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 192-193.

*ECMH*). Esta teoría enuncia que los precios de los valores mobiliarios, en cualquier momento, reflejan íntegramente toda la información disponible y, en consecuencia, dicha información disponible no permite sacar ventaja de estrategias de compraventa o de oportunidades de arbitraje (en su acepción económica),<sup>(151)</sup> pues los valores se encuentran correctamente valorados. Gilson y Kraakman, en su celebrado artículo, han precisado que el requerimiento de que el precio “refleje íntegramente” toda la “información disponible” significa en realidad que los precios deben comportarse “como si todos conociesen” la información relevante, de modo que el mercado es eficiente si dos equilibrios son idénticos: el equilibrio que resultaría si todos conociesen la información y el equilibrio que se observa realmente.<sup>(152)</sup>

En consecuencia, según la *ECMH*, la voluntad de un adquirente de pagar una prima sobre el valor de mercado necesariamente implica que el adquirente puede incrementar el valor de la sociedad (por un monto superior a la prima pagada) administrando mejor sus activos, demostrándose así la ineficiencia de la actual administración. No obstante, según Lipton y Rosenblum, la teoría de *ECMH* ha sido desacreditada, pues abundante doctrina revisionista acepta que el mercado de acciones puede fijar un precio incorrecto para las acciones. Esta doctrina habría denunciado el grado de subjetividad, e incluso irracionalidad, entre los inversionistas que determinan la demanda y el precio de las acciones y analiza los efectos en la fijación del precio de diferentes niveles de información, horizontes de inversión y evaluación de resultados esperados y riesgos entre los inversionistas. Todo ello,

---

(151) GILSON, Ronald J. y Reinier H. KRAAKMAN. *The Mechanisms of Market Efficiency*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 70, Número 4, *Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation*, mayo de 1984. Publicado por Virginia Law Review, pp. 554-555.

(152) GILSON, Ronald J. y Reinier H. KRAAKMAN. *The Mechanisms of Market Efficiency*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 70, Número 4, *Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation*, mayo de 1984. Publicado por Virginia Law Review, pp. 557-558.

sumado a los efectos tributarios y contables, pueden causar que las acciones de una sociedad tengan un precio inferior a su valor para un adquirente, incluso en ausencia de ganancias de eficiencia derivadas la adquisición.<sup>(153)</sup> Los propios Gilson y Kraakman han reconocido que la *ECMH* viene siendo desafiada por el enfoque de las finanzas conductuales.<sup>(154)</sup>

En el mismo sentido, Wachter señala que el debate entre la *shareholder choice* y la *management discretion* ha descuidado el análisis sobre la dinámica de los mercados financieros, que, para él, son “solo relativamente” eficientes: se trata de una entelequia que, al igual que la competencia perfecta, presenta fallas. Explica que las teorías sobre la eficiencia de los mercados financieros son incapaces de predecir confiablemente la tasa de descuento o la tasa de capitalización de mercado (ingreso operativo neto anual entre costo o valor de un activo) para el capital social. Esta tasa permite medir el costo del capital y descontar los futuros dividendos, por lo que, si el mercado la genera imprecisa o incorrectamente, el valor de las acciones comunes también será impreciso o incorrecto.<sup>(155)</sup> En suma, la afirmación de la ineficiencia del mercado permite a la escuela de la *management discretion* sostener que los inversionistas obtienen beneficios de adquirir una empresa subvaluada y luego venderla cuando su precio sea el correcto o esté sobrevaluado, no de una administración deficiente de la objetivo.

---

(153) LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 198-199.

(154) GILSON, Ronald J. y Reinier H. Kraakman. *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*. En: *Journal of Corporation Law*, Volumen 28, 2003.

(155) WACHTER, Michael. *Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 151, Número 3, enero de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 792-793.

Por el contrario, para la *management discretion*, una fuente de la actividad en el mercado de adquisiciones de empresas puede ser la habilidad del adquirente de obtener ganancias de una “pérdida de confianza” con los *stakeholders*. Una sociedad celebra contratos con empleados y proveedores que podrían resultar perjudiciales para la sociedad, pero son mantenidos por la administración debido a la relación de confianza entre esta y los *stakeholders*. En estos casos, la adquisición de la empresa y la remoción de la administración es un requisito para obtener las ganancias de la terminación de dichos contratos. Estas ganancias son parte de la prima que un adquirente está dispuesto a pagar y, por tanto, la adquisición representa una transferencia de riqueza y no una ganancia de eficiencia.<sup>(156)</sup> Lo anterior permite concluir a Lipton y Rosenblum que es incorrecto sostener que la existencia de una administración mala, ineficiente o interesada sea la única o la principal fuente de la actividad en el mercado de adquisiciones.

Wachter concluye que los accionistas se benefician con una regla que permita la discreción de la administración ante ofertas públicas de adquisición hostiles, para lo cual deben cumplirse tres condiciones. En primer lugar, cualquier subvaluación en el mercado financiero debe ser temporal, de modo tal que, si los accionistas rechazan un precio inferior al valor intrínseco de la sociedad, obtendrán a fin de cuentas dicho valor intrínseco. Segundo, debido a la presencia de información asimétrica, la administración puede estar mejor informada que el mercado con relación a la tasa de capitalización de mercado y dicha información no puede ser creíblemente revelada por esta. Tercero, la regla de la *shareholder choice* incentiva a la administración a adoptar estrategias para evitar que la sociedad termine siendo subvaluada (por ejemplo, se

---

(156) LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 199-200.

abstiene de realizar inversiones en activos cuya tasa de descuento no es verificable en absoluto en los mercados financieros) y que se vuelva atractiva para un potencial ofertante. Tales estrategias pueden terminar reduciendo el valor de la sociedad.<sup>(157)</sup>

De esta forma, para la *management discretion*, las adquisiciones hostiles, por regla general, no tienen efecto disciplinario, porque no motivan a la administración a administrar mejor o ser más eficientes. Por el contrario, la motivan meramente a combatir la subvaluación de las acciones de la objetivo. Incluso en el supuesto de que una deficiente administración contribuya a generar actividad en el mercado de adquisiciones, es más probable que la amenaza de una adquisición hostil ayude a crear una actitud defensiva por parte de los administradores que una apertura hacia el cambio y las ideas que contribuyan con mejorar el desarrollo del negocio.<sup>(158)</sup>

Puede verificarse, en este punto, que la *management discretion* presenta una debilidad. Es muy coherente para argumentar, en primer lugar, que la relación de propiedad entre los accionistas y la sociedad es atípica y requiere de la explicación institucionalista, según la cual los intereses de los accionistas no son los únicos a tener en cuenta en el derecho corporativo. En segundo lugar, articula adecuadamente que las ofertas hostiles no tienen efectos disciplinarios sobre la base de sus razonables y bien fundamentadas críticas a la *ECMH*. Sin embargo, no termina de convencer por qué la administración de la sociedad, que tiene por lo menos un conflicto de interés presunto, es la más apropiada para, en representación de los supuestos diversos intereses que aglutina una sociedad, ejercer un *bargaining power*,

---

(157) WACHTER, Michael. *Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 151, Número 3, enero de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 812.

(158) LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 201-202.

más aun cuando el propio Lipton reconoce que la amenaza de una toma de control hostil puede ocasionar una conducta defensiva por parte de la administración.

El poder de veto que predica la *management discretion* existe en la mayoría de sociedades listadas en los Estados Unidos de América, usualmente bajo la combinación de la facultad del directorio de mantener *poison pills* con medidas *antitakeover* en el pacto social.<sup>(159)</sup> Más aun, como se mencionó anteriormente, el derecho de Delaware en particular permite esta combinación de una “*just say no*” *pill* con un directorio escalonado (véase, *supra* § 1.6.5).

### 1.8.2. La escuela de la *shareholder choice*

La escuela de la *shareholder choice* se opone a la facultad del directorio de bloquear ofertas públicas de adquisición hostiles por un periodo largo. A diferencia de la corriente del *board veto*, esta escuela sostiene que las ofertas públicas de adquisición hostil tienen un fuerte efecto disciplinario.

Como explica Gilson, los principales factores que influyen en la estructura y características conductuales de la sociedad listada no están definidos por la legislación positiva, sino por los mercados en los que participa: el mercado de productos, el mercado de administración y el mercado de capitales. Estos mercados (la estructura de la sociedad, para Gilson) limitan el comportamiento ineficiente de la administración. La competencia en el mercado de productos, que genera las ganancias de la sociedad, disciplina a las administraciones ineficientes privándolas de beneficiarse de

---

(159) BEBCHUK, Lucian Arye. *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 976-977.

cualquier ganancia. El mercado de administración también castiga a un administrador ineficiente disminuyendo el valor de mercado de sus servicios. De igual modo, la ineficiencia de la administración se refleja en un menor valor de la acción en el mercado de capitales, con la consecuente amenaza de que un potencial inversionista decida obtener ganancias mediante la adquisición de la sociedad y la obtención de mejores retornos con una administración más eficiente. No obstante, lo que la estructura corporativa no es capaz de limitar es la habilidad de la administración de proteger y defender su posición de control: solo el mercado del control corporativo es capaz de ello.<sup>(160)</sup>

La teoría del mercado de control corporativo puede ser enunciada de la siguiente manera. “[U]na disminución en las ganancias de la sociedad, sea debido a una administración ineficiente o debido a una administración eficiente que, persiguiendo su propio interés [*self dealing*], ha utilizado ganancias de la sociedad en sí misma, causa que el precio de la acción caiga [...] Si las acciones que representan el control pueden ser adquiridas a un precio que, junto con los costos de transacción asociados, es menor al valor de las acciones luego del reemplazo de la administración existente, entonces todos –salvo la administración que va a ser reemplazada– se benefician de la operación”.<sup>(161)</sup> Predica que la subvaluación se debe a la ineficiencia o conducta interesada de la administración y, por tanto, se trata de una posición radicalmente contraria a la *management discretion*.

---

(160) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, pp. 837-839.

(161) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, pp. 841-842.

De igual modo, Bradley, enfatizando en la posibilidad de que la administración sea removida de sus cargos, formula la teoría de este modo: “los administradores ineficientes –si es que no son responsables frente y sujetos a ser removidos directamente por los accionistas- pueden ser removidos mediante la aceptación de los accionistas de ofertas de adquisición inducidas por un deficiente desempeño y una consecuente reducción en el valor de la acción”<sup>(162)</sup>. Para ella, el fundamento de la teoría del mercado de control corporativo es la relación entre las actividades de la administración de una sociedad y el precio de sus acciones. Los administradores ineficientes no toman acciones factibles para maximizar el precio de dichas acciones, y en consecuencia, este precio no llega a reflejar el verdadero potencial de la sociedad. Esta situación crea para un potencial postor la oportunidad de adquirir el control y nombrar a una nueva administración que maximice el precio de la acción y genere valor para el adquirente.<sup>(163)</sup>

Son dos los requisitos que se requieren para el funcionamiento del mercado de control corporativo: (i) que el precio de mercado de las acciones de la sociedad refleje precisamente la ineficiencia o ambición de la administración, es decir, que la *ECMH* sea cierta; y, (ii) que existan mecanismos disponibles para remover a la administración. A continuación se presentarán los argumentos de la *shareholder choice* para sustentar ambos puntos.

El primero de esos requisitos es uno de los temas de enfrentamiento con la escuela de la *management discretion* en un debate inagotable, que va tomando

---

(162) BRADLEY, Caroline. *Corporate Control: Markets and Rules*. En: *The Modern Law Review*, Volumen 53, Número 2, marzo de 1990. Publicado por Wiley, en nombre de The Modern Law Review, p. 171.

(163) BRADLEY, Caroline. *Corporate Control: Markets and Rules*. En: *The Modern Law Review*, Volumen 53, Número 2, marzo de 1990. Publicado por Wiley, en nombre de The Modern Law Review, p. 171-172.

nuevas aristas con el paso de los años. De acuerdo con lo tratado en § 1.8.1, en su crítica a la *ECMH*, la *management discretion* sostiene que el precio de las acciones en el mercado de capitales no refleja el verdadero valor de las acciones y que, por el contrario, el precio es inferior al valor de las acciones al punto que el ofertante puede ofrecer una prima.<sup>(164)</sup> Easterbrook y Fischel han respondido defendiendo la teoría de la eficiencia del mercado de capitales y señalando que, si existiera una divergencia entre el precio y el valor de la acción, los inversionistas con alta sofisticación se encargarían de corregir dicha situación identificando y comprando las acciones subvaluadas y obteniendo ganancias vendiéndolas. Por lo tanto, concluyen que una oferta con un precio mayor al de mercado también excede el valor de las acciones.<sup>(165)</sup>

La diferencia entre el precio de mercado prevalente y el precio que ofrece un potencial adquirente radica, para Easterbrook y Fischel, no en una supuesta ineficiencia de los mercados de capitales, sino en los costos de agencia. La separación de la propiedad y el control, si bien es una de las necesidades inevitables del desarrollo industrial de la economía, trae consigo costos: la administración puede ser ineficiente o puede utilizar los recursos de la sociedad para beneficiarse. Los administradores de una sociedad (incluyendo gerentes y directores) trabajarían más intensamente si es que pudiesen percibir todas las ganancias de sus esfuerzos. No obstante, dichas ganancias se reparten entre accionistas, obligacionistas y otros

---

(164) LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 198-202.

(165) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1165-1168.

administradores, razón por la cual los administradores tenderán a trabajar menos de lo esperado<sup>(166)</sup> o a utilizar los recursos de la sociedad en su beneficio.

Gilson define los costos de agencia (también llamados costos de la separación de la propiedad y el control en la empresa listada) como “la suma [...] de esfuerzos para evitar que la administración se beneficie a sí misma e incentivarla positivamente a operar en los intereses de los accionistas- junto con la pérdida del potencial valor de la empresa que resulta de la imposibilidad de prevenir totalmente la divergencia entre el interés de la administración y de los accionistas”<sup>(167)</sup> Son los costos de agencia los que ocasionan que el precio de la acción en el mercado sea inferior al que existiría si tales costos fuesen cero.<sup>(168)</sup>

Ahora bien, la mayoría de accionistas no perciben la incidencia de dichos costos de agencia o no tienen interés en vigilar a la administración (fenómeno conocido como la *shareholder passivity*). Si un accionista está insatisfecho, simplemente venderá sus acciones, pero no estará dispuesto a asumir los costos de la vigilancia si es que no puede beneficiarse de todas las ganancias. Estos problemas de *free riding* se agravan si es que se tienen en cuenta las dificultades y costos de coordinación que tendría un accionista que sí está interesado en vigilar a la administración. Es cierto que la calificación y los incentivos a favor de los administradores son un mecanismo *ex post* para mitigar los costos de agencia. Sin embargo, además de que es difícil determinar objetivamente la contribución de cada

- 
- (166) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1169-1170.
- (167) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, p. 836.
- (168) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1169-1170.

ejecutivo a la generación de valor, quienes califican a los ejecutivos (la alta dirección) no van a percibir todas las ganancias que producirá una buena calificación.<sup>(169)</sup> En consecuencia, nuevamente se configura el mismo problema de *free riding*.

Entonces, si bien los accionistas necesitan que los administradores maximicen el valor de las acciones, la administración tiene discreción sobre diversos resultados del negocio. Dicha discreción se justifica porque los costos en que incurrirían los accionistas para vigilar a la administración usualmente exceden las ganancias y porque los contratos que condicionan la remuneración a los resultados no asegura que el valor de las acciones sea maximizada.<sup>(170)</sup>

Para Easterbrook y Fischel, al igual que para Gilson, las ofertas públicas de adquisición son un mecanismo alternativo de monitoreo del trabajo de la administración. “Cuando la diferencia entre el precio de mercado de las acciones de una firma y el precio que esas acciones podrían tener bajo circunstancias diferentes llega a ser muy alta, un *outsider* puede obtener beneficios adquiriendo la sociedad y mejorando su administración”.<sup>(171)</sup> Este mecanismo de monitoreo existe incluso aunque no llegue a concretarse la adquisición: la sola posibilidad de que la compañía sea adquirida es un incentivo para una buena administración. “Los administradores intentarán reducir los costos de agencia a fin de reducir la posibilidad de una adquisición, y la reducción de los costos de agencia lleva a un mejor precio de las

---

(169) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1171-1172.

(170) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, p. 229.

(171) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1173.

acciones”.<sup>(172)</sup> Por el contrario, la sola posibilidad de que la administración resista a una adquisición desincentiva a los potenciales postores a asumir los costos de investigar e identificar potenciales objetivos, generándose una externalidad negativa, razón por la cual las tácticas defensivas deben ser prohibidas.

En cuanto al segundo requisito mencionado líneas arriba, la *shareholder choice* señala que los mecanismos típicos que conducen a la remoción de la administración son cuatro: la fusión, la venta de todos los activos sustanciales de la sociedad, la “guerra de proxy” (*proxy fight*) y la oferta pública de adquisición. De ellos, tanto la fusión como la venta de activos requieren la participación (bien sea en la adopción del acuerdo o en la ejecución) de la administración y la “guerra de proxy” es costosa para quien decida emprenderla, costos que no necesariamente serán reembolsados y que generan, como se ha mencionado, un problema de *free riding*, pues las ganancias se reparten en función a la tenencia de acciones.<sup>(173)</sup> El único mecanismo que queda es la oferta pública de adquisición.

Dado que, para Gilson y para esta escuela, “el mercado del control corporativo es el principal limitante al *self-dealing* de la administración en situaciones importantes y la oferta pública de adquisición es el único mecanismo de desplazamiento que tiene el potencial para efectuar dicha limitación”<sup>(174)</sup>, las tácticas defensivas que imposibilitan las adquisiciones hostiles elevan los costos de transacción de los ofertantes y no

---

(172) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1174.

(173) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, pp. 842-844.

(174) GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, p. 844.

deben ser permitidas. Se debe permitir a los accionistas tomar libremente la decisión de vender o no.

En consecuencia, para los defensores de la *shareholder choice*, cualquier estrategia diseñada a prevenir las adquisiciones reduce el bienestar de los accionistas. Más aun, los accionistas, como grupo, no ganan nada, pues el mayor precio que podrían ganar los accionistas de la objetivo mediante una participación activa de la administración (el *bargaining power*) es una pérdida para los de la adquirente: se trata únicamente de una transferencia de recursos de unos a otros (véase *infra* § 1.8.2.1). Por el contrario, pierden en una suma equivalente a los costos de la objetivo de poner en práctica las medidas defensivas más los costos de la adquirente en superarlas.

Ahora bien, algunos autores han relajado la posición de la *shareholder choice* (posiblemente resignados a la inclinación de Delaware por la *management discretion*) y aceptado combinar una regla que permita las tácticas defensivas siempre que se cuente con aprobación de los accionistas. Black y Kraakman, asumiendo que el derecho de Delaware continuará abrazando lo que ellos denominan el modelo del valor escondido (véase *supra* § 1.6), proponen una estructura bilateral de toma de decisiones, en la cual una decisión para aprobar una adquisición (sea en efectivo o con acciones), rechazar una postura o preferir una oferta sobre otra pueda ser adoptada por la administración, pero deba ser luego aprobada o rechazada por los accionistas, tal como ocurre con las fusiones, venta de todos o gran parte de los activos o modificaciones estatutarias.<sup>(175)</sup> La propuesta de Black y Kraakman, entonces, refleja el poco entusiasmo que les generan las tácticas defensivas y los

---

(175) BLACK, Bernard y Reinier KRAAKMAN. *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*. En: *Northwestern University Law Review*, Volumen 96, Número 2, 2002. Publicado por Northwestern University School of Law, p. 525.

estándares de evaluación de la adopción de estas por el directorio. Al mismo estilo de la Rule 21.1 del *City Code* (véase *supra* § 1.5.3) y del artículo 9.2 de la directiva europea (véase *supra* § 1.5.2), proponen que un requisito de su validez sea la aprobación por la junta general de accionistas.

Al mismo estilo de Black y Kraakman, Kirchner y Painter sugieren combinar una relativamente permisiva aprobación *ex ante* de las medidas defensivas con un mecanismo de veto *ex post* por parte de los accionistas que sea expeditivo. Tan pronto una medida defensiva sea implementada, los accionistas deberían tener la oportunidad de vetar esta, registrando sus objeciones, por ejemplo, a través de la internet. Si los votos a favor del veto superasen determinado porcentaje en cualquier momento luego de formulada una oferta pública de adquisición, los directores deberían abstenerse de seguir implementando o ejecutando la medida defensiva o cualquier otra que pudiese frustrar la misma oferta, sin antes conseguir permiso de los accionistas en una junta general de accionistas debidamente convocada. El veto en línea permitiría cambiar la regla de una que permite las medidas defensivas en la mayoría de situaciones (la regla de Delaware) a una que las prohíbe (la regla del *City Code*).<sup>(176)</sup>

La alternativa que han desarrollado Kirchner y Painter no es inviable. El derecho de sociedades ya contempla la posibilidad, si lo permite el estatuto, de que las sesiones de directorio no sean presenciales y se realicen por medios electrónicos o de que sus resoluciones se adopten fuera de sesión de directorio.<sup>(177)</sup> También otorga, en

---

(176) KIRCHNER, Christian y Richard W. PAINTER. *Takeover defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*. En: *The American Journal of Comparative Law*, Volumen 50, Número 3, verano de 2002. Publicado por American Society of Comparative Law, pp. 472-473.

(177) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 169°.

determinados casos, la libertad a los socios de determinar en el estatuto la forma y manera como se expresa su voluntad. <sup>(178)</sup> En consecuencia, nada obstaría que la regulación del mercado de valores establezca que los accionistas tengan el derecho a veto que sostienen Kirchner y Painter y que este derecho se ejerza por medios electrónicos.

Ahora bien, un sector importante de la doctrina (especialmente, la que se basa en los postulados del modelo de propiedad) sostiene que la maximización del valor para los accionistas es el criterio apropiado para evaluar las tácticas defensivas, porque, en primer lugar, las nociones tradicionales de los deberes fiduciarios exigen a la administración actuar en interés de los accionistas y, en segundo lugar, porque la maximización del valor para los accionistas es vista como el mejor mecanismo disponible para la maximización del valor para la sociedad. Bajo dicha premisa, la escuela de la *shareholder choice* ofrece dos modelos de respuesta frente a una oferta de adquisición. Unos piensan que la administración debe actuar pasivamente (*passivity rule*), pues la pasividad incrementa el bienestar de los accionistas aumentando los retornos por la búsqueda de posibles objetivos, lo cual eleva el número de ofertas que maximizan valor. Otros sostienen que la administración debe abandonar la pasividad, pero solamente al punto de incentivar una subasta por la sociedad (*auctioneering rule*), pues la subasta asegurará que quien valoriza más la sociedad sea quien finalmente la adquiera, maximizando a su vez la contraprestación de los accionistas. <sup>(179)</sup> De esta manera, la *auctioneering rule* constituye un punto medio entre la *management discretion* y la *passivity rule*.

---

(178) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 286°.

(179) GORDON, Jeffrey N. y Lewis A. KORNHAUSER. *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 96, Número 2, diciembre de 1986. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 295.

Es decir, si bien todos los defensores de la *shareholder choice* coinciden en que las tácticas defensivas deben ser rechazadas por el derecho, no llegan a la misma conclusión en lo relativo a la necesidad de la subasta (que, como se ha desarrollado, es obligatoria en el derecho de Delaware desde *Revlon*). Durante la década de 1980, a partir de la opinión de Easterbrook y Fischel de que promover las posturas competitivas desincentiva a eventuales adquirentes a buscar empresas que pudiesen ser adquiridas, hubo un intenso debate entre los dos modelos señalados en el párrafo anterior. Este analizó los efectos de la subasta competitiva durante los procesos de toma de control hostil en el bienestar económico de los accionistas y de la sociedad.

Son célebres los intercambios de trabajos entre los profesores Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, Alan Schwartz y Peter Cramton, por un lado, y Lucian A. Bebchuk, Ronald J. Gilson y Guhan Subramanian, por otro. En las siguientes líneas, se abordarán los argumentos básicos de dicho debate.

#### 1.8.2.1. La *passivity rule*

Bajo el derecho de Delaware, desde *Revlon*, cuando un potencial adquirente formula una oferta contra la objetivo, la administración está obligada a actuar como martillero encargado de obtener el mejor precio para los accionistas en la venta de la sociedad y conducir una subasta. Asimismo, en los Estados Unidos de América, la *Williams Act* y, en algunos otros países, las respectivas regulaciones del mercado de valores<sup>(180)</sup> establecen un plazo mínimo de vigencia de la oferta, disposición que favorece la presentación de ofertas competidoras y activa la dinámica de subasta. El

---

(180) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF-94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, Artículo 18°.

derecho comunitario europeo (y español) también se permite la actuación de la administración si está encaminada a la conducción de una subasta.

Cramton y Schwartz han denunciado que quienes defienden dicha regla implícitamente suponen que la subasta de empresas es similar a la subasta inglesa, en la cual los postores se reúnen en una habitación y formulan posturas en orden ascendente hasta que todos -menos uno- se abstienen. Las ventajas de una subasta inglesa se obtienen cuando los postores no tienen costos de búsqueda, de información y de formulación de una nueva postura. Por el contrario, en las adquisiciones de empresas a través de oferta pública, (i) los costos de búsqueda de una empresa adquirible son positivos; (ii) los costos de información sobre la empresa a ser adquirida también son positivos; y, (iii) la formulación de una oferta también es costosa pues está sujeta a cumplir con las regulaciones del mercado de valores.<sup>(181)</sup>

Precisamente, por los costos que involucra una oferta pública de adquisición, la postura de la *passivity rule* sostiene que tanto las tácticas defensivas que despliega la administración como la dinámica de subasta deben restringirse, pues ambas encarecen el proceso de oferta y reducen su eficacia. Las tácticas defensivas reducen el número de ofertas, pues originan, por efecto de la ley de la demanda, que las sociedades objetivo sean más costosas de adquirir. Por su lado, la dinámica de subasta coloca en desventaja a los postores iniciales, quienes incurren en costos hundidos (*sunk costs*) de búsqueda de potenciales objetivos y revelan, en cumplimiento de la regulación del mercado de valores, mucha de la información que encuentran y producen: en consecuencia, los postores siguientes se ahorran estos

---

(181) CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ. *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 7, Número 1, primavera de 1991. Publicado por Oxford University Press, p. 28.

costos hundidos y son capaces de realizar iguales o mejores ofertas<sup>(182)</sup>. De esta forma, sin incidir en los costos de la oferta, la dinámica de subasta disminuye los ingresos del primer ofertante, desincentivando así la búsqueda de sociedades mal administradas

Easterbrook y Fischel, en su discusión contra Bebchuk, señalan que la toma de control es un ejemplo de la dificultad de establecer derechos de propiedad sobre la información. A diferencia de lo que ocurre en otros mercados, en el mercado de valores, existe la obligación legal de revelar grandes cantidades de información. “La dificultad en apropiarse en los beneficios de invertir en información produce subinversión y esto no depende de los costos de la información sean altos o bajo. Cuando cualquier parte del valor de la información se pierde para el que la produce, se producirá ineficientemente poco”<sup>(183)</sup> y, como consecuencia, se reducirá el número de ofertas públicas de adquisición y la efectividad del proceso de monitoreo a la administración. De igual modo, sostienen que los inversionistas no identifican a una sociedad objetivo hasta poco antes de lanzar una oferta pública de adquisición: no es el caso que puedan beneficiarse de la información que producen adquiriendo acciones<sup>(184)</sup> y revendiéndolas, como pretende Bebchuk.

Schwartz ha explicado desde la teoría económica la existencia de estos costos de búsqueda en los que incurre el postor inicial. Según él, los empresarios (término que debe ser entendido como en el derecho mercantil y que, por tanto, incluye a los

---

(182) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 35, Número 1, noviembre de 1982. Publicado por Stanford Law Review, p. 2.

(183) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 35, Número 1, noviembre de 1982. Publicado por Stanford Law Review, p. 6.

(184) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 35, Número 1, noviembre de 1982. Publicado por Stanford Law Review, p. 8.

administradores de las sociedades) “ofrecen” ciertos “productos” en el mercado. Estos productos están principalmente integrados por un proyecto (un plan para ganar dinero) y una sociedad (una serie de contratos entre los empresarios y los potenciales inversionistas). El mercado para estos productos es competitivo, de modo tal que cada grupo de empresarios está obligado a proponer contratos que minimicen los costos de agencia para su sociedad. Ahora bien, considérese que, en la economía de la información, un “bien de búsqueda” (*search good*) es uno cuyas propiedades pueden ser observadas antes de la adquisición (por ejemplo, los derechos que otorga un contrato), mientras que un “bien de experiencia” es uno cuyas propiedades solo pueden ser observadas con el uso (por ejemplo, el asiento de un automóvil). En ese contexto, el producto formado por una sociedad y el plan para generar retornos con ella tiene elementos tanto de un bien de búsqueda como de un bien de experiencia. El elemento de experiencia claramente es el deber de maximizar el valor de las acciones: dado que los costos de agencia no pueden ser eliminados, podría ocurrir que los empresarios no procuren la maximización del valor de las acciones de la sociedad. Un inversionista que adquiere acciones de una sociedad debe esperar a que dichos resultados se concreten.<sup>(185)</sup> Queda entender, a continuación, cómo una sociedad puede ser también un bien de búsqueda.

Para ello, considérese que existe una cantidad  $N$  de sociedades, cada una de las cuales tiene una administración que toma las decisiones y accionistas en actitud pasiva. Si los administradores maximizan el valor de las acciones, percibirán anualmente hasta su retiro. Si no lo hacen, ganan más, sea a través de un salario más alto, gratificaciones o tiempo libre y percibirán . Si la compañía es adquirida y los

---

(185) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, p. 232.

administradores son despedidos, su reputación disminuirá, obtendrán peores empleos y percibirán  $\bar{w}$ , en donde  $\bar{w} < w$ . La utilidad esperada de la administración de la sociedad es, entonces, una función del ingreso, la probabilidad de que se descubra que sigue una estrategia no maximizadora de valor, y la tasa de descuento del administrador. Asumiendo que  $P$  es el precio por acción cuando los administradores maximizan su valor y  $\bar{P}$  es el precio (más bajo) cuando los administradores eluden sus deberes, la diferencia entre  $\bar{P}$  menos  $P$  debe ser suficientemente grande para permitir que las adquisiciones generen retornos positivos netos de costos  $\bar{P} - P > c$ . Por tanto, cuando el precio de las acciones cae a  $\bar{P}$ , sus accionistas venderán al postor a un precio  $\bar{P} + \alpha$  más una prima, llamada  $\alpha$ .<sup>(186)</sup>

También existe, dentro de  $N$ , una cantidad  $M$  de sociedades que buscan otras sociedades para adquirirlas (*searchers* o “buscadores”). Una sociedad mal administrada (como aquella en donde  $\bar{P} < P$ ) es, entonces, un bien de búsqueda, por cuanto su valor  $P$  puede ser conocido por cualquiera que incurra en un (relativamente alto) costo  $c$ , que son los costos de búsqueda. Los accionistas de la sociedad o los pequeños inversionistas tendrán que compartir la ganancia de descubrir cómo viene siendo administrada la sociedad y, como resultado, la ganancia individual será muy pequeña y no justificará incurrir en el costo  $c$ . No obstante, los *searchers* sí incurrirán en  $c$  porque pueden aprehender toda la ganancia de ser los primeros en descubrir una objetivo mal administrada; sin embargo, esto último será posible únicamente cuando

---

(186) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, pp. 232-233.

no exista una dinámica de subasta que le otorgue a un segundo postor la posibilidad de acceder a esas ganancias.<sup>(187)</sup>

Sobre la base de la teoría enunciada, Schwartz ha preparado un modelo para demostrar que los potenciales inversionistas emprenderán menos búsquedas de sociedades ineficientemente administradas en un mundo donde la administración juega el rol de martillero, por comparación a un mundo donde están prohibidas. Sugiere que una menor búsqueda ocurrirá siempre que se demuestren tres proposiciones lógicas: (i) que los costos marginales de búsqueda se mantienen invariables frente a las disposiciones regulatorias sobre subasta y aumentan (o al menos no disminuyen) con la intensidad de búsqueda en ambos mundos; (ii) que el número esperado de firmas ineficientes que una búsqueda revelará aumenta con la intensidad de búsqueda, pero a una tasa decreciente en ambos mundos; y, (iii) que los beneficios de encontrar una firma ineficiente son más bajas en un mundo con subasta.<sup>(188)</sup> Nótese que estas tres proposiciones recogen las variables que tienen efecto en la utilidad del *searcher*: los costos, el número de objetivos y los ingresos.

Sostiene que la proposición (i) es verdadera pues no hay razones para creer que el costo de las búsquedas está influenciado por la existencia o no de subastas. La proposición (ii) también parece plausible, porque a medida que se realiza mayor búsqueda, el número de firmas ineficientes que pueden ser encontradas disminuye. Con relación a la proposición (iii), existen dos posibilidades a ser consideradas. En la primera, un buscador que habría adquirido la firma en un mundo sin subasta gana la

---

(187) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, pp. 233-234.

(188) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, p. 236.

subasta, pese a lo cual el buscador está en una peor situación porque, debido a la puja, debe pagar un precio más alto para adquirir la firma. En la segunda posibilidad, un buscador que habría adquirido la subasta en un mundo sin subasta pierde la subasta pero vende al ganador las acciones en la objetivo que pudo haber adquirido, obteniendo retornos más bajos que los que hubiera logrado en un mundo sin subasta.<sup>(189)</sup> En consecuencia, puede concluirse que las subastas disminuyen los ingresos de los ofertantes iniciales.

Para Schwartz, asumiendo que las tácticas defensivas están prohibidas y que los accionistas venderán sus acciones cuando el precio caiga a , el buscador que encuentre una sociedad que no maximice su valor la comprará. En dicho escenario ideal, lo único que salvaría a la administración de que sea reemplazada será la dificultad en que la sociedad sea identificada por un buscador (donde la perspectiva de una subasta es una seria dificultad). Si (como será el caso más frecuente) o si los administradores tienen altas tasas de descuento, escogerán no maximizar el valor de sus acciones. Considerando que, como planteaba Gilson, el mercado de servicios de administración puede crear solo una presión limitada en la administración, preservar o mejorar la eficacia de la sanción a la administración por medio de la adquisición de la sociedad y eliminar los elementos que la dificulten la asume entonces gran importancia.<sup>(190)</sup> De ahí se deriva la necesidad de restringir el mecanismo de subasta.

---

(189) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, pp. 236-237.

(190) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, pp. 234-235.

La eficacia de la sanción a la administración través de una *takeover* es una función de dos variables: las consecuencias que sufrirán los administradores en caso de ser descubiertos eludiendo sus deberes y la probabilidad de que sean descubiertos. Para un periodo dado, las ganancias resultantes de no maximizar el valor de la sociedad equivalen a  $\frac{1}{2}P$ , donde  $P$  es la probabilidad de que la sociedad sea encontrada. En consecuencia, los administradores maximizarán el valor de las acciones si  $P$  es mayor que tales ganancias. Así:

La inequación mostrada podrá ser más fácilmente satisfecha (es decir, la administración tenderá hacia una estrategia maximizadora), por ejemplo, si  $P$  es relativamente bajo o si  $C$  es muy alto (pues si  $C$  tiende a 1, entonces la parte derecha de la inequación tenderá a  $\frac{1}{2}$ , que, según se ha asumido, es menor a  $\frac{1}{2}$ ). Para Schwartz, entonces, la probabilidad de que una sociedad sea encontrada depende directamente de la intensidad de búsqueda que se realice y, dado que dicha intensidad depende directamente de la ganancia esperada y de los costos, la dinámica de subasta reduce  $P$ .<sup>(191)</sup>

Por las razones antes esgrimidas, la regla de la pasividad que enuncia la *passivity rule* permite a la sociedad objetivo únicamente realizar declaraciones a sus accionistas sobre el valor de la oferta y el valor de la objetivo en sí misma.<sup>(192)</sup>

(191) SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, pp. 235, 238.

(192) BARON, David P. *Tender offers and management resistance*. En: *The Journal of Finance*, Volumen 38, Número 2, *Papers and Proceedings Forty-First Annual Meeting American Finance Association, New York, December 28-30, 1982*, mayo de 1983. Publicado por American Finance Association, p. 342.

Posteriormente, ante el giro que Delaware dio en *Revlon* a favor de la *auctioneering rule*, Cramton y Schwartz han añadido argumentos adicionales. Para ello, parten de que una regulación adecuada de la subasta en la adquisición de empresas es una función de tres factores: (i) el ambiente de la subasta; (ii) el objetivo de política que persigue el estado; y, (iii) si los administradores de la objetivo son confiables. Con relación al primer factor, la literatura distingue entre dos ambientes teóricos. Una subasta es de “valor común” si todos los postores valorizan igual a la objetivo, mientras que es “independiente de valores privados” si el valor del bien subastado difiere entre los postores. La adquisición de una sociedad podrá ser considerada una subasta de valor común si se realiza para corregir la deficiente administración de la empresa, pues cada uno de los adquirentes previsiblemente implementará una similar estrategia de negocio. Mientras tanto, podrá ser considerada como una subasta independiente de valores privados si se realiza con propósitos de sinergia, pues la utilidad postadquisición variará dependiendo de los planes de cada adquirente.<sup>(193)</sup>

El segundo factor de la regulación es el objetivo político, sea la eficiencia social o la maximización del ingreso. Bajo el objetivo de la eficiencia, el estado adopta reglas que incrementan la ganancia social, mientras que bajo el de la maximización del ingreso, las reglas maximizan los retornos de los accionistas de la objetivo. Para Cramton y Schwartz, el objetivo de la maximización de beneficios a favor de los accionistas presentes mediante una subasta no entró al derecho por sus méritos académicos, sino circunstancialmente por la manera en que se conducen los litigios sobre adquisiciones: las partes afectadas por la adquisición usualmente litigan contra el directorio argumentando que este ha incumplido sus deberes fiduciarios y las cortes

---

(193) CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ. *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 7, Número 1, primavera de 1991. Publicado por Oxford University Press, p. 28.

consideran que estos deberes se cumplen si se maximiza el ingreso de los accionistas de la objetivo.

Finalmente, el último factor es el comportamiento de los administradores de las sociedades objetivo al enfrentarse a ofertas de adquisición, es decir, si son leales fiduciarios o no.<sup>(194)</sup> Como repiten Easterbrook y Fischel, junto a la reducción de los retornos esperados por el ofertante, otra de las principales dificultades de la dinámica de subasta son los costos de agencia. No se debería confiar en los administradores el buscar un nivel adecuado de monitoreo, por cuanto los costos de agencia son irremontables desde que el empleo y los beneficios de los administradores están en juego.<sup>(195)</sup>

Teniendo en cuenta dichos factores, Cramton y Schwartz obtienen la siguiente matriz de alternativas:

- (a) Si los administradores son leales fiduciarios en escenarios de adquisición, se les debería otorgar discreción para escoger el mecanismo de adquisición, sea subasta o no. Así, los administradores organizarán subastas en los escenarios de valores privados, pero negociarán con posibles adquirentes en los escenarios de valores comunes. Esta es la mejor política cuando las adquisiciones son de valores privados.

---

(194) CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ. *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 7, Número 1, primavera de 1991. Publicado por Oxford University Press, pp. 28-29.

(195) MACEY, Jonathan R., David D. HADDOCK y Fred S. McCHESNEY. *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 73, Número 4, mayo de 1987, p. 702.

- (b) No deberá llevarse a cabo una subasta cuando las valorizaciones de los postores por los activos de la objetivo son similares (una subasta de valor común), pues ello implica un gasto innecesario de recursos. La evidencia tentativamente sugiere que la mayoría sustancial de las adquisiciones son de valor común.
- (c) Deberá siempre llevarse a cabo una subasta si los administradores son desleales y si la subasta es de valores privados.<sup>(196)</sup>

Considerando que los administradores no son leales fiduciarios, la alternativa (a) queda descartada. Adicionalmente, teniendo en cuenta la evidencia empírica (en el mercado de control corporativo estadounidense) de que la mayoría de subastas son de valores comunes, la alternativa menos costosa socialmente sería la (b), la que prohíbe la subasta. Para implementar la prohibición de las subastas que reclama la *passivity rule*, debería eliminarse la habilidad del directorio de desplegar tácticas defensivas y también las normas legislativas que establecen un plazo mínimo de vigencia de la oferta.

Ya se ha adelantado que la *passivity rule* es la regla que ha predominado en el *City Code* británico y, al parecer, en la República del Perú (véase *supra* § 1.5.3 y 1.5.8), países en los cuales se prohíben las tácticas defensivas y, además, se prohíbe que el directorio lleve a cabo un subasta.

#### 1.8.2.2. La *auctioneering rule*

---

(196) CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ. *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 7, Número 1, primavera de 1991. Publicado por Oxford University Press, p. 51.

Como se ha indicado anteriormente, la sabiduría convencional dicta que la regla legal óptima para los accionistas de potenciales sociedades objetivo es aquella que maximice en valor de sus acciones. En ese sentido, para Bebchuk, el principal y más prolífico teórico de este modelo, el valor de la firma depende de su desempeño bajo la actual administración (en este punto coincide con Easterbrook y Fischel<sup>(197)</sup>) y la probabilidad de que una fusión o una adquisición ocurra multiplicada por la prima esperada de dicho evento.<sup>(198)</sup>

Bebchuk denuncia que Easterbrook y Fischel prestan poca atención al hecho de que la dinámica de la subasta permite que los accionistas accedan a un mayor precio por sus acciones.<sup>(199)</sup> Sobre la base de ello, afirma que las reglas que incentivan las subastas (*auctioneering rule*) debe mantenerse. La administración debe tener la obligación de subastar la compañía, bien facilitando las posturas competitivas mediante la provisión de información (pues los potenciales adquirentes pueden tener dificultades en reunirla en tan breve plazo) o bien empleando la amenaza de una subasta para regatear un mejor precio en una adquisición negociada.<sup>(200)</sup>

Evidentemente, la administración podrá incurrir en *self-dealing* en el desarrollo de la subasta, acercándose a un *white knight* sin buscar un mayor precio, sino un interés personal. Ello será un problema si la administración deja de promover la

- 
- (197) EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1164.
- (198) BEBCHUK, Lucian. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1034.
- (199) BEBCHUK, Lucian. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1038.
- (200) BEBCHUK, Lucian. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1054-1056.

subasta u obstruye su normal desarrollo a cambio de beneficios personales. “Aunque no es un motivo de preocupación el que la posibilidad de resistencia de la administración facilite las posturas competitivas –todo lo contrario- hay fuertes motivos para la oposición a las tácticas obstructivas”.<sup>(201)</sup> Frente a ello, Bebchuk indica que el plazo para que se lancen otras ofertas competidoras debe ser fijado por la regulación del mercado de valores y que lo que debe prohibirse a la administración es poner en práctica tácticas defensivas.

Bebchuk también afirma que, sin lugar a dudas, las competencias de posturas tienen algún efecto adverso en la cantidad de búsquedas realizada por posibles ofertantes. No obstante, afirma que una regla legal que incentive la subasta es coherente con una cantidad sustancial de búsquedas por una multiplicidad de razones. En primer lugar, los posibles postores pueden obtener ganancias adquiriendo acciones de las sociedades rentables que puedan encontrar. Por otro lado, si un postor descubre un objetivo con activos que valoriza más que otros, ganará cualquier concurso de posturas incluso si no tiene la ventaja de ser el primer postor. De igual modo, no se puede afirmar que el primer postor se encuentre en situación de desventaja ya que el plazo para lanzar una oferta competidora es pequeño<sup>(202)</sup>: el primer postor siempre tendrá más tiempo para estudiar y obtener más información. Asimismo, argumentan que los costos hundidos en los que incurren los potenciales adquirentes no son muy abundantes. De manera adicional, el aumento de los incentivos para la búsqueda no implica necesariamente que las sociedades objetivo potencialmente adquiribles aumentarán ilimitadamente. Finalmente, el incentivo de

---

(201) BEBCHUK, Lucian. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1054.

(202) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF-94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, Artículo 18°.

búsqueda puede producirse mediante otros mecanismos, tales como, por ejemplo, la elevación de los porcentajes que pueden ser adquiridos sin necesidad de efectuar una oferta pública de adquisición.<sup>(203)</sup>

El modelo de la *auctioneering rule* ha reconocido incluso que una de las razones por las cuales se podría otorgar al directorio cierto “poder de veto” es la posibilidad de que los accionistas, ante la formulación de una oferta pública de adquisición, no puedan tomar una elección que refleje su juicio sobre si la aceptación de la oferta de adquisición serviría a sus intereses (la “*undistorted choice*”). En otras palabras, al decidir si vender o no, cada accionista considerará que su decisión no determinará el destino de la oferta y se pondrá siempre en el escenario en el cual la oferta tiene éxito, sin importar su propia actuación. Así, dado que el valor post-adquisición de las acciones minoritarias será previsiblemente menor al precio ofrecido en la oferta pública de adquisición, el accionista se sentirá presionado a vender.<sup>(204)</sup> Como se ha visto anteriormente, el razonamiento es idéntico (e incluso con más presión) en el caso de las *two-tier front-end loaded tender offers*.

Por ello, más recientemente, Bebchuk ha complejizado el análisis de la *auctioneering rule* y propuesto una regulación que garantice el objetivo de elección no distorsionada (*undistorted choice*). De acuerdo con este, “una objetivo debería ser adquirida si y solo si sus accionistas, o al menos accionistas que representen la

---

(203) BEBCHUK, Lucian. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1035-1038.

(204) BEBCHUK, Lucian Arye. *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 981.

mayoría de sus acciones, juzgan el precio de adquisición ofrecido es mayor que el valor de la objetivo independiente.<sup>(205)</sup>

De esta manera, el problema de la “elección distorsionada” se debería afrontar mediante un mecanismo de voto que permitía a cada accionista expresar separadamente sus preferencias con relación a cada una de las dos preguntas siguientes: (i) si prefiere que se produzca una adquisición; y, (ii) si prefiere que sus acciones sean adquiridas en caso de que se produzca una adquisición. La presión para vender mencionada anteriormente tiene por efecto que accionistas que responden negativamente la primera pregunta se vean prácticamente obligados a responder afirmativamente la segunda. Para evitar ello, los accionistas primero deberían expresar si desean que se produzca una adquisición; y, luego, si una mayoría responde afirmativamente, el postor podrá adquirir el control.<sup>(206)</sup>

Algunas legislaciones han asumido este modelo al prever que un adquirente de una participación significativa no podrá ejercer su derecho de voto a menos que ello sea aprobado por junta general de accionistas, con lo que se incentiva al postor a solicitar la realización de dicha junta, que, en la práctica, debatirá la conveniencia de la oferta. Similarmente, en otras legislaciones, en presencia de una *poison pill*, un postor primero deberá conseguir que se elija un nuevo directorio que redima la *pill*<sup>(207)</sup>, incentivando al postor a convencer a los accionistas sobre la conveniencia de su oferta. En suma, la propuesta moderna de la *auctioneering rule* es que, una vez

---

(205) BEBCHUK, Lucian A. *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 98, Número 8, junio de 1985. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1697-1698.

(206) BEBCHUK, Lucian Arye. *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 982.

(207) BEBCHUK, Lucian Arye. *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 985.

garantizada la *undistorted choice*, el poder del directorio no debería existir más allá del periodo que requiere este para buscar o preparar alternativas para la consideración de los accionistas.

Ahora bien, en busca de la evidencia empírica, Subramanian ha comparado el porcentaje de operaciones de compra de empresas en efectivo (*all-cash*) con relación al total de operaciones en Delaware y en siete estados que rechazaron *Revlon* desde noviembre de 1985 hasta diciembre de 2002 y encuentra que, en la práctica, *Revlon* está lejos de reducir los incentivos de búsqueda, sino que, por el contrario, la actividad en el mercado de adquisiciones incluso se incrementó en los meses siguientes a *Revlon*.<sup>(208)</sup>

Para Subramanian, existen tres conductores de la eficiencia del mercado que explican su hallazgo. El primero son los bajos costos netos del primer postor, pues si bien los costos de búsqueda, operacionales y reputacionales son altos –como sostiene Easterbrook- estos pueden verse compensados por una razonable *termination fee* y por la posibilidad de que el posible adquirente pueda adquirir una participación no significativa (o *toehold position*) sin necesidad de realizar una oferta pública de adquisición hostil. El segundo es el denominado *preemptive bidding*, según el cual, si dos postores valorizan igual a una objetivo y existen costos para entrar a la subasta, el primer postor tendrá ventaja sobre los siguientes, pues tales costos ya están incluidos dentro de su postura (véase también *infra* § 3.7.2). Un tercero es la heterogeneidad de

---

(208) SUBRAMANIAN, Guhan. *The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 413, marzo de 2003. En: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/413.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/413.pdf), p. 17.

los postores, principalmente porque cada uno de ellos genera distintas sinergias con la objetivo, con lo cual el valor esperado también es diferente.<sup>(209)</sup>

Berkovitch, Bradley y Khanna se han concentrado en el primer conductor enunciado por Subramanian. Para ellos, con la formulación de una oferta, el ofertante señala la existencia de ganancias de sinergia a otros potenciales postores reduciendo así los costos de búsqueda de estos últimos. Esta reducción constituye una externalidad, el elemento de bien público en una oferta pública de adquisición. Para que se produzca una búsqueda óptima, el postor debe ser retribuido tanto por esta externalidad como por la sinergia privada que puede crear. Sin embargo, según estos autores, la *passivity rule* los retribuye por la sinergia, pero no por la externalidad ocasionada por los costos de búsqueda.<sup>(210)</sup>

En tal sentido, los *first-time bidders* o buscadores pueden fácilmente celebrar contratos con la administración de la objetivo que aseguren que serán retribuidos por sus costos de búsqueda, incluso si la subasta sobrevenida termina favoreciendo un postor que está dispuesto a pagar un precio mayor por acción de la objetivo. Estos contratos son las *lockups* y las *termination fees* y permiten la separación entre buscadores y adquirentes. Esta separación es socialmente deseable, particularmente

---

(209) SUBRAMANIAN, Guhan. *The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. Paper 413, marzo de 2003. En: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/413.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/413.pdf), pp. 19-24.

(210) BERKOVITCH, Elazar, Michael BRADLEY y Naveen KHANNA. *Tender Offer Auctions, Resistance Strategies, and Social Welfare*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, p. 396. Véase también la respuesta: SCHWARTZ, Alan. *Defensive Tactics and Optimal Search*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, pp. 413-424.

cuando los buscadores que asumen bajo costos son también adquirentes de bajo valor, permitiendo que adquirentes de mayor valor prevalezcan en la subasta.<sup>(211)</sup>

Berkovitch, Bradley y Khanna han adoptado incluso una posición más heterodoxa dentro del modelo de la *auctioneering rule*. Para ellos, incluso, las regulaciones de transparencia y de duración de la oferta que estimulan la dinámica de subasta no son suficientes para favorecer la cantidad óptima de búsqueda, de modo tal que, en ocasiones, la objetivo requerirá emplear medidas defensivas para inducir la competencia de posturas. Una prohibición regulatoria de las medidas defensivas permitiría a un postor adquirir una objetivo por menos de su valor, pues impediría que la objetivo, por ejemplo, despliegue una recompra de acciones o busque un *white knight*,<sup>(212)</sup> escenarios en los cuales el postor se vería obligado a mejorar su oferta en beneficio de todos los accionistas. La tesis de estos autores, en consecuencia, se acerca ligeramente a la *management discretion*, por cuanto propone permitir las tácticas defensivas en cuanto estas promuevan una dinámica de subasta.

Los argumentos de Bebchuk mencionados más arriba que sustentarían que la *auctioneering rule* no desincentiva la búsqueda de sociedades mal administradas (y que lo llevan a defender la *auctioneering rule* clásica y, luego, su objetivo de la *undistorted choice*) son razonables, aunque, en algunos casos, de difícil comprobación. También lo son las indagaciones de Subramanian y su teoría de los conductores de eficiencia. No obstante, la *auctioneering rule* falla, al igual que la *management discretion*, en explicar por qué la administración es idónea para

---

(211) BERKOVITCH, Elazar, Michael BRADLEY y Naveen KHANNA. *Tender Offer Auctions, Resistance Strategies, and Social Welfare*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, p. 397.

(212) BERKOVITCH, Elazar, Michael BRADLEY y Naveen KHANNA. *Tender Offer Auctions, Resistance Strategies, and Social Welfare*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, pp. 397-398.

comportarse como martillero e, incluso, suscribir *lockups*, *termination fees* y, en general, acuerdos de fusión con exclusividad, o, peor aún, desplegar las tácticas defensivas que proponen Berkovitch, Bradley y Khanna. Considerando que la administración tiene un sempiterno conflicto de interés en asuntos como este, como lo ha reconocido el propio Bebchuk, entregar a aquella la tarea de conducir una subasta (independientemente de los beneficios o perjuicios que pueda acarrear a los accionistas o a la sociedad) podría terminar siendo un contrasentido.

### 1.8.3. El constitucionalismo corporativo

Evocando a James Madison, Jr. (Port Conway, 1751 – Orange, 1836), séptimo Presidente y “Padre de la Constitución” de los Estados Unidos de América, Kahan y Rock proponen una tercera escuela, el “constitucionalismo corporativo” (*corporate constitutionalism*) o “*madisoniana*”, según la cual los accionistas pueden optar por atrincherar el poder del directorio porque consideran que, por sí mismos, no son capaces de llevar a cabo una exitosa estrategia de venta. Este atrincheramiento puede darse mediante estipulaciones del pacto social o del estatuto, tales como derechos de voto diferenciados, directorios escalonados o limitaciones a la remoción de directores entre juntas obligatorias anuales.<sup>(213)</sup>

En otras palabras, para el constitucionalismo corporativo, debe promoverse que los accionistas gradúen libremente el poder de regateo que tendrá el directorio, según sus intereses, mediante (i) la adopción de *shark repellents* o cualesquiera otras medidas prospectivas o (ii) la autorización al directorio de desplegar tácticas

---

(213) KAHAN, Marcel y Edward B. ROCK. *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, p. 476.

defensivas. Esta escuela, entonces, parte de la premisa, discutida anteriormente (véase *supra* § 1.7) de que los *shark repellents* y las medidas prospectivas aprobados por los accionistas son válidos. Y, además, recoge la versión más moderada de la *shareholder choice*, que propone que la administración debería estar facultada a desplegar tácticas defensivas siempre que cuente con la autorización (incluso *ex post*) de los accionistas.

En la misma línea, teniendo en cuenta los criterios expuestos en *Unocal*, Macey, Haddock y McChesney anotan que, en un mercado libre, se permite a los vendedores (o sus agentes) rechazar ofertas iniciales y regatear por obtener otras más altas: los vendedores no pueden regatear si no pueden rechazar una oferta. Estos autores afirman que el mercado del control corporativo es similar a otros mercados en donde el regateo (por analogía, la resistencia) es la regla. Esta habilidad de regatear es el derecho de resistirse a renunciar a un derecho subjetivo. La fortaleza que alguien espera de sus derechos de regateo futuro incide directamente en la magnitud de la inversión presente que esté preparado a hacer para fortalecer el valor de su derecho subjetivo, de modo que si los derechos de regateo son más fuertes habrá mayor disposición a invertir. En ese sentido, el regateo sobre un intercambio de derechos es simétrico, de modo tal que fortalecer la posición de regateo de una parte (esto es, postores) simultáneamente debilita la posición de regateo de la otra parte (esto es, objetivos). Para estos autores, la *passivity rule* puede, al debilitar el poder de regateo, aumentar las inversiones en búsqueda por parte de los potenciales postores, pero haría eso a un costo –simultáneamente retrasaría las inversiones por potenciales objetivos.<sup>(214)</sup>

---

(214) MACEY, Jonathan R., David D. HADDOCK y Fred S. MCCHESENEY. *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 73, Número 4, mayo de 1987, pp. 702-703.

Para los autores citados, existen mecanismos contractuales que permiten a una objetivo modificar sus reglas de regateo, alcanzando de ese modo el nivel exacto de monitoreo deseado. Las sociedades objetivo tendrán un incentivo para adoptar tales estipulaciones en su pacto social o estatuto siempre que las inversiones de un postor añadan mayor valor que el valor de las inversiones de la objetivo. El costo para una firma de alcanzar el nivel de monitoreo deseado es modesto en comparación con los costos de una regla de pasividad obligatoria, y esta última ya no parece aconsejable. Los fundadores o accionistas de la sociedad podrían preferir una política de pasividad para atraer la atención de los eventuales postores y regular dicha preferencia en el pacto social o en los contratos con los administradores. El derecho debería estimular la capacidad de las partes privadas de internalizar los efectos de cualquier externalidad relevante en el mercado de control corporativo.<sup>(215)</sup>

Los accionistas de sociedades que listan sus valores maximizan sus ganancias mediante la maximización del valor presente neto de la firma, esto es, considerando tanto los costos como los beneficios de diversas técnicas de control disponibles para una empresa listada, incluyendo el uso de agentes. El uso de agentes, incluso en el contexto del control corporativo, tiene sus ventajas, por lo cual la respuesta adecuada a los costos de agencia no es erradicarlo, sino estructurar los contratos de agencia de manera óptima, a fin de maximizar los beneficios netos de costos.<sup>(216)</sup>

---

(215) MACEY, Jonathan R., David D. HADDOCK y Fred S. McCHESNEY. *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 73, Número 4, mayo de 1987, pp. 703-704.

(216) MACEY, Jonathan R., David D. HADDOCK y Fred S. McCHESNEY. *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 73, Número 4, mayo de 1987, p. 704.

Dentro de esta escuela, Arlen señala que la tesis de Kahan y Rock sobre la posibilidad de adoptar soluciones privadas al problema del conflicto de interés en respuesta a ofertas públicas de adquisición es correcta y muy valiosa, pero añade que dicha posibilidad no necesariamente permite concluir que la regulación tenga poca importancia. El derecho puede jugar un rol trascendental porque las partes privadas no necesariamente pueden remediar todos los problemas de costos de agencia asociados con las ofertas de adquisición y, por el contrario, las cortes cuentan con instrumentos que no están a disposición de las partes.<sup>(217)</sup>

Así, una intervención legal apropiada puede ir más allá de adoptar reglas defectivas óptimas para la contratación y, por el contrario, intervenir en el sistema con la finalidad de reajustar problemas que las partes no pueden resolver por sí mismas. Un problema importante es de las “contingencias imprevistas” (*unforeseen contingencies*): la capacidad de las partes para emplear soluciones privadas para gestionar el problema de las defensas ante tomas de control está limitada por el hecho de que no pueden fácilmente contratar para prohibir o limitar el alcance de tales medidas. Las partes no podrían, por ejemplo, celebrar un contrato que prohíba las “tácticas defensivas”, pues dicho término es de difícil definición, y menos aún podrían prohibir cada una de ellas una por una, pues es imposible anticipar todas las medidas que el directorio podría adoptar.<sup>(218)</sup>

---

(217) ARLEN, Jennifer. *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 919.

(218) ARLEN, Jennifer. *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 919-920.

En un sistema jurídico como el de Delaware, que permite la defensa del tipo *just say no*, la incapacidad de los accionistas de identificar tales contingencias accionistas los hará preferir adoptar un directorio escalonado o permitirle a este emplear tácticas defensivas tales como la *poison pill*. De otro modo, excluir tales posibilidades podría generar que la administración despliegue otras medidas, potencialmente más poderosas y dañinas para los intereses de los accionistas sin la amenaza de una sanción.<sup>(219)</sup>

### 1.9. El legado del *antitakeover law*

La legislación y la jurisprudencia comparadas en materia de *antitakeover law* (y específicamente sobre tácticas defensivas) han optado por alternativas que, de algún modo, encuentran su fundamento en las posiciones doctrinales de la *shareholder choice* y la *management discretion*. Así, en los Estados Unidos de América, existe una tendencia a favor de la *management discretion*, aunque el estándar de evaluación no es la *business judgment rule* ni la *substantive fairness*, sino un conjunto de criterios que fueron inaugurados en *Van Gorkom* y fueron desarrollados en *Unocal-Moran-Revlon*, y su progenie.

De igual modo, en el derecho comunitario europeo y en el derecho británico, existe una tendencia más favorable a la *shareholder choice*, especialmente en su versión más moderada, permitiéndose la actuación del directorio siempre que cuente con la acquiescencia de los accionistas. Sin embargo, al interior de la *shareholder choice*, algunos sistemas jurídicos (como el español, por inspiración del derecho

---

(219) ARLEN, Jennifer. *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 931.

comunitario europeo) han preferido la *auctioneering rule* para permitir a la administración buscar otras ofertas y otros (como el británico, por inspiración del *City Code*) se han decantado por la *passivity rule* para impedir incluso dicha dinámica.

La *management discretion* y la *shareholder choice*, en consecuencia, conforman un espectro de opciones regulatorias. Cada sistema se ha ubicado en un punto en particular del espectro según su derecho de sociedades privilegie los modelos de propiedad o de institución, que enunciaba Lipton. En los ordenamientos jurídico-societarios pertenecientes a la tradición romanista, ha tendido a prevalecer el modelo de propiedad (y, en consecuencia, algún esquema de la *shareholder choice*), mientras que, en los Estados Unidos de América, parece haber venido ganando terreno el heterodoxo modelo institucional (y, en consecuencia, la *management discretion*).

Sin embargo, el debate entre la *shareholder choice* y la *management discretion* se ha concentrado (magistralmente por cierto) en establecer las ventajas y desventajas de las tácticas defensivas, de la subasta y de la pasividad de la administración para la sociedad, sus accionistas e incluso otros *stakeholders*. Sin embargo, partiendo de la premisa de que la adquisición hostil de una sociedad refleja claramente la existencia de un conflicto de interés entre la administración y los accionistas, ni la *management discretion* ni la *auctioneering rule* han argumentado suficientemente bien por qué el derecho societario debería confiar en la administración el despliegue de tácticas defensivas o la conducción de una subasta.

De esta manera, para tomar una posición dentro del derecho *antitakeover*, no parece necesario tener que decidir entre el modelo de propiedad o el de institución o

dilucidar las ventajas y desventajas agregadas de cada escuela (para lo cual se requeriría probablemente detallados estudios económicos, financieros, matemáticos y administrativos, tanto teóricos como empíricos). Sí es necesario recordar la regla de Bradbury sobre la existencia de un conflicto de interés presunto en todas las operaciones de adquisición de empresas para proponer que el derecho debería evitar este tipo de situaciones de conflicto, sin tener que renunciar a las posibles ventajas que podría traer el despliegue de tácticas defensivas o de una dinámica de subasta.

En este sentido, un régimen legal óptimo debería acoger un modelo similar al propuesto por el “constitucionalismo corporativo”. En consecuencia, las medidas prospectivas (tales como los *shark repellents*) deberían ser aceptadas siempre que hayan sido aprobadas por los accionistas. De igual manera, las tácticas defensivas deberían ser permitidas siempre que la junta general de accionistas las apruebe, sea antes o después de la formulación de la oferta pública de adquisición, tal como proponen Black y Kraakman, bien sea mediante una junta general de accionistas o mediante los vanguardistas mecanismos electrónicos que proponen Kirchner y Painter. Esta última alternativa cobra absoluta relevancia considerando que el plazo de vigencia de la oferta es usualmente breve.

La autorización de los accionistas debería estar suficientemente limitada a tomar determinadas medidas con relación a determinado postor. Sin embargo, si la autorización es amplia, la administración podrá estar facultada a adoptar cualquier tipo de táctica defensiva, incluso llevar a cabo una subasta y otorgar ventajas a un postor, siempre en interés de los accionistas. Estas acciones podrían ser evaluadas por la corte bajo *Unocal*, en caso se produzca algún cuestionamiento.

Definir si la regulación debería prohibir o permitir la subasta *per se* (o sea, cuando el directorio no solicita autorización alguna) es, empero, más difícil. Prohibir que el directorio busque nuevas posturas ante una oferta determinada o –lo que es lo mismo– desactivar todas las reglas que promueven una subasta, tan solo por los presuntos desincentivos a la búsqueda de sociedades mal administradas (según argumenta Schwartz) significaría decantarse por una escuela sin haber realizado los multidisciplinarios estudios teóricos y empíricos necesarios. Más aun, la evidencia que aporta Subramanian no permitiría inclinarse por tal conclusión. Esta postura resultaría, además, desproporcionada, pues, por ejemplo, eliminar el plazo mínimo de vigencia de la oferta permitiría que algunas ofertas sean de plazo muy corto, forzando a los accionistas a tomar una decisión poco informada.

Por su lado, establecer la obligación de la administración de llevar a cabo una activa subasta al estilo *Revlon* (favoreciendo incluso al postor que considere más adecuado) tampoco parece viable, pues, existiendo un conflicto de interés presunto, sería contradictorio que el derecho obligue a la administración conducir una subasta que podría perjudicar sus propios intereses. Esta regulación equivaldría a obligar al directorio a colocarse en una posición de conflicto numerosos escenarios de adquisición hostil y, además, *Revlon* y la doctrina del “cambio de control” han demostrado (como también se expondrá *infra* § 3.5.1) lo difícil que es determinar en qué supuestos debe realizarse esta subasta.

En consecuencia, una posición razonable con relación a la subasta cuando no existe autorización de los accionistas al respecto sería permitir la búsqueda de ofertas siempre que el directorio considere que ello es coherente con sus deberes fiduciarios hacia los accionistas. El directorio debería estar facultado únicamente a buscar nuevas

posturas, mas no a otorgar ventajas (por ejemplo, *termination fees* u opciones *lockup*) a ningún postor, por cuanto el otorgamiento de estas ventajas tendría el mismo resultado de una táctica defensiva y evaluar su validez bajo estándares como *Unocal* podría generar las arbitrariedades propias de un estándar de revisión judicial.

El resto del presente trabajo aborda la parte especial de las medidas *antitakeover*. Será la oportunidad, entonces, de exponer la variedad de este arsenal y estudiar las posiciones jurídicas con relación a ellas.



## CAPÍTULO 2

### El plan de derechos de adquisición de acciones

#### 2.1. Tipicidad y taxonomía jurídica

En términos generales, el “plan de derechos de adquisición de acciones” (*share purchase rights plan* o, metafóricamente, *poison pill*) es usualmente implementado de la siguiente manera. El directorio emite a favor de los accionistas una nueva clase de derechos contingentes (es decir, sujetos a condición), para suscribir o adquirir acciones comunes o acciones preferentes (sea en la sociedad objetivo o en la sociedad resultante de la fusión) a un precio muy conveniente para el titular de los derechos. Los derechos se vuelven ejercibles –o se activan- cuando un postor hostil anuncia una oferta para adquirir un porcentaje específico de la objetivo o cuando un adquirente hostil adquiere un porcentaje específico de las acciones de la objetivo.<sup>(220)</sup>

---

(220) GORDON, Jeffrey. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 1937, nota 21.

El ejercicio de los derechos diluye la participación del adquirente y/o lo afecta económicamente.

Los derechos son emitidos por el directorio usualmente sin necesidad de la aprobación de la junta general de accionistas<sup>(221)</sup> y son redimibles por aquel a un valor nominal antes de que se cumpla la condición. Entonces, el efecto del plan es forzar a los potenciales adquirentes a negociar con el directorio de la compañía o a conducir una lucha de *proxy* para reemplazar a los directores antes de adquirir acciones por encima de los umbrales establecidos en el plan.<sup>(222)</sup>

El plan de derechos, como señala Mascareñas, persigue la aniquilación del agresor en el caso de que la *pill* despliegue sus efectos. La píldora se estructura financieramente para “envenenarle” hasta el punto de que los beneficios de adquirir la sociedad atacada lleguen a ser contrarrestados con los costos. Las claves de su efectividad son sus especiales características de conversión y amortización, que reducen significativamente el control que el agresor tiene sobre la empresa objetivo.<sup>(223)</sup> En suma, siguiendo a Yablon, son dos los objetivos de la *poison pill*: disuadir a un *raider*, limitando las acciones que podría tomar sin activar las provisiones *pill*, y otorgar al directorio máxima flexibilidad para redimir los efectos disuasivos de la *pill* cuando lo considere oportuno.<sup>(224)</sup>

- 
- (221) THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Corporate Law. Takeover Defenses. Northern District of Georgia Upholds Continuing Provision of Poison Pill. Invacare Corp. v. Healthdyne Technologies, Inc.* 968 F. Supp. 1578 (N. D. Ga. 1997). En: *Harvard Law Review*, Volumen 111, Número 6, abril de 1998. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1626.
- (222) WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. Memorandum: *The Share Purchase Rights Plan*. Citado por: GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-58.
- (223) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 196.
- (224) YABLON, Charles M. *Poison Pills and Litigation Uncertainty*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1989, Número 1, febrero de 1989, *Symposium: Fundamental Corporate Changes: Causes, Effects and Legal Responses*. Publicado por Duke University School of Law, p. 61.

El plan clásico usualmente incluye una provisión *flip-in* diseñada para disuadir acumulaciones de acciones de una sociedad y que se activa cuando alguien se convierte en titular de un porcentaje determinado (usualmente el umbral se ubica entre el 10% y el 20%) de acciones de la objetivo. Si se activa, la provisión *flip-in* otorga a los accionistas, diferentes al accionista que activa el *flip-in*, el derecho a suscribir o adquirir acciones de la sociedad a un precio por debajo del de mercado, diluyendo en consecuencia al accionista activador. El plan también tiene una provisión *flip-over*, que proporciona a los accionistas protección contra un *squeeze-out*. La provisión *flip-over* otorga a los accionistas el derecho de suscribir o adquirir acciones de la sociedad absorbente o resultante de la fusión a un precio muy por debajo de su valor de mercado en el supuesto de una fusión *freeze-out* u operación similar,<sup>(225)</sup> diluyendo en consecuencia al adquirente.

Cabe precisar que los derechos pueden estar contenidos en diferentes títulos, tales como acciones preferentes, bonos convertibles en acciones o en un *warrant* autónomo. Para que la estrategia sea efectiva, según indica Mascareñas, es importante que los accionistas hayan autorizado previamente la concesión de un “cheque en blanco” a la administración para que esta pueda emitir y redimir los títulos conteniendo los derechos cuando la defensa de la sociedad lo requiera<sup>(226)</sup>.

Como indican Gilson y Black, el plan de derechos ha llegado a ser la pieza central de las tácticas defensivas de muchas sociedades, porque combina dos

---

(225) YABLON, Charles M. *Poison Pills and Litigation Uncertainty*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1989, Número 1, febrero de 1989, *Symposium: Fundamental Corporate Changes: Causes, Effects and Legal Responses*. Publicado por Duke University School of Law, p. 59.

(226) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, pp. 189-190.

características de suma importancia: (i) detiene efectivamente una oferta pública de adquisición hostil, y (ii) no requiere la aprobación de los accionistas. Una mayoría de las empresas de la lista Fortune 500 han adoptado planes *poison pills* e incluso aquellas que no lo han hecho sí pueden hacerlo si se enfrentan contra una oferta hostil.<sup>(227)</sup> Además, según lo señalado en el capítulo primero (véase *supra* § 1.6.5), una protección *antitakeover* usual es la combinación de la *pill* con un directorio escalonado, la cual está permitida bajo el derecho de Delaware.

## 2.2. Modalidades

De las cinco modalidades de *poison pill* que han sido adoptadas por las compañías, los planes de derechos *flip-in* y *flip-in* son los que han sido usados más extensamente. En consecuencia, estas modalidades pueden ser concebidas como las versiones por antonomasia de la *poison pill*.<sup>(228)</sup> No obstante, en las siguiente líneas, también se reseñará el funcionamiento de otros mecanismos defensivos que también han recibido de la doctrina la calificación de *poison pill*: las acciones preferentes, el *back-end* y el *voting rights plan*.

### 2.2.1. El plan *flip-in*

Como se ha adelantado, una provisión *flip-in* establece que si un postor hostil formula una oferta para adquirir o efectivamente adquiere un porcentaje de acciones de modo tal que pasa un umbral de propiedad especificado, cada derecho (con

---

(227) GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-58.

(228) MACMINN, Richard D. y Douglas O. COOK. *An Anatomy of the Poison Pill*. En: *Managerial and Decision Economics*, Volumen 12, Número 6, diciembre de 1991, *Special Issue: Corporate Structure and Control*. Publicado por John Wiley Sons, p. 481.

excepción de los derechos de titularidad del postor) se “deslizaría” (*flip in*) y permitiría al tenedor suscribir o adquirir, por el precio de ejercicio, acciones comunes de la objetivo que valen mucho más que el precio de ejercicio (el descuento suele ser del 50%). La provisión *flip-in* está diseñada para diluir significativamente la participación económica del postor en la objetivo.<sup>(229)</sup>

Para la ejecución del derecho con provisión *flip-in*, debe haberse delegado al directorio la facultad acordar uno o varios aumentos de capital hasta determinada suma<sup>(230)</sup>, de modo tal que el directorio pueda acordar dicho aumento y los accionistas puedan suscribir acciones, sin necesidad de que se realice una junta general de accionistas. Otra alternativa es que la sociedad tenga un volumen considerable de acciones en cartera<sup>(231)</sup>; sin embargo, es posible que este volumen nunca sea suficiente para que, una vez en propiedad de los accionistas, pueda diluir al potencial adquirente hostil.

La provisión *flip-in* se activa usualmente cuando el 20% de las acciones emitidas por la objetivo son adquiridas, pero también puede activarse cuando se formula una oferta por el 30% (y hasta 50% de las acciones de la compañía). La naturaleza discriminatoria de esta provisión en contra del adquirente u ofertante hostil reduce el valor de la posición del adquirente y pone en marcha un desincentivo para la adquisición.

---

(229) GORDON, Jeffrey. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 1937, nota 21.

(230) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 206°.

(231) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 104°.

Por ejemplo, imagínese que una sociedad ha emitido y tiene en circulación cincuenta millones de acciones, cuyo precio de mercado es US\$ 30.00 y emite un derecho *flip-in* a favor de cada uno de sus accionistas, cuyo precio de ejercicio es US\$ 120.00. Si un postor hostil adquiere un 20% de las acciones de la sociedad (o formula una oferta por una participación significativa), cada tenedor de derechos podrá adquirir, al ejercer el derecho a US\$ 120.00, una cantidad de acciones de la sociedad que tengan un valor de mercado de dos veces el precio de ejercicio en el momento de la activación de la *flip-in*, es decir, US\$ 240.00. En consecuencia, si alguien adquiere un 20% de las acciones de la sociedad (es decir, 10 millones de acciones), cada tenedor de derechos (con excepción del adquirente o postor hostil) podrá adquirir 8 acciones por un precio de US\$ 120.00. Si todos ejercen su derecho, se emitirán 320 acciones, las cuales se sumarán a las 50 acciones preexistentes, siendo la composición accionaria la siguiente<sup>(232)</sup>:

|                   | <b>Cantidad de acciones</b> | <b>Porcentaje</b> |
|-------------------|-----------------------------|-------------------|
| Adquirente hostil | 10                          | 2.7%              |
| Otros             | 360                         | 97.3%             |
| <b>Total</b>      | <b>370</b>                  | <b>100.00%</b>    |

En el cuadro anterior, puede notarse cómo un adquirente o postor hostil que planeaba controlar el 20% de la sociedad termina siendo diluido hasta un 2.7%. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que, dado que el *flip-in* se ejerce a un precio por debajo del de mercado, también tiene el efecto de diluirlo patrimonialmente.

(232) WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. Memorandum: *The Share Purchase Rights Plan*. Citado por: GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-64-65.

En algunos estados en los Estados Unidos de América, la provisión *flip-in* ha sido considerada discriminatoria contra el adquirente o postor hostil. No obstante, lo cierto es que, casi todas las *pills* contienen algún estilo de la *flip-in*<sup>(233)</sup> y, en cada una de las jurisdicciones en los que los planes de derechos han sido declarados inválidos bajo el derecho de sociedades estatal, la legislación estatal ha modificado el derecho de sociedades para establecer claramente la legalidad de una provisión *flip-in*.<sup>(234)</sup>

### 2.2.2. El plan *flip-over*

Una provisión *flip-over* establece que, si el adquirente se fusiona con la objetivo, cada derecho se “colaría” (*flip over*) en la sociedad resultante de la fusión (sea esta absorbente o una nueva sociedad constituida por la fusión) y permitiría al tenedor adquirir o suscribir, por el precio de ejercicio, acciones comunes de la sociedad resultante que valen mucho más que el precio de ejercicio. El desincentivo de la provisión *flip-over* opera, entonces, cuando la sociedad objetivo es adquirida pero antes de que se cierre la fusión. El que cada derecho permita al accionista de la sociedad objetivo adquirir acciones de la sociedad adquirente a un valor inferior al de mercado trae como consecuencia que la participación del adquirente en su propia compañía se diluya y, por tanto, vaya perdiendo valor en la misma proporción de la actuación de la *poison pill*.

Esta penalidad económica desincentiva al postor hostil de fusionarse con la objetivo y particularmente protege a los accionistas de la objetivo de la presión de

---

(233) CHOI, Dosung, Sreenivas KAMMA y Joseph WEINTROP. *The Delaware Courts, Poison Pills and Shareholder Wealth*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, p. 378.

(234) WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. Memorandum: *The Share Purchase Rights Plan*. Citado por: GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-59.

vender que surge de la alternativa de obtener el precio bajo (*back-end*) de una oferta *two-tier front-end loaded* en una posterior fusión *freeze-out*. Las provisiones *flip-over* adolecen de la debilidad de que un postor paciente puede obtener el control del directorio y gradualmente adquirir las acciones y los derechos a lo largo del tiempo.<sup>(235)</sup> Las provisiones *flip-over*, entonces, son efectivas para evitar la fusión, pero no la toma de control, salvo que, como se ha mencionado anteriormente, se combine con un directorio escalonado.

Es prudente advertir que el derecho de sociedades tanto en el *common law*<sup>(236)</sup> como en la tradición jurídica romanista<sup>(237)</sup> establece que, al producirse una fusión (por

(235) GORDON, Jeffrey. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 1937, nota 21.

(236) The Delaware Code. Title 8, Corporations. Chapter 1, General Corporation Law. Subchapter IX, Merger, Consolidation or Conversion  
 “§ 259. *Status, rights, liabilities, of constituent and surviving or resulting corporations following merger or consolidation.*  
 (a) *When any merger or consolidation shall have become effective under this chapter, for all purposes of the laws of this State the separate existence of all the constituent corporations, or of all such constituent corporations except the one into which the other or others of such constituent corporations have been merged, as the case may be, shall cease and the constituent corporations shall become a new corporation, or be merged into 1 of such corporations, as the case may be, possessing all the rights, privileges, powers and franchises as well of a public as of a private nature, and being subject to all the restrictions, disabilities and duties of each of such corporations so merged or consolidated; and all and singular, the rights, privileges, powers and franchises of each of said corporations, and all property, real, personal and mixed, and all debts due to any of said constituent corporations on whatever account, as well for stock subscriptions as all other things in action or belonging to each of such corporations shall be vested in the corporation surviving or resulting from such merger or consolidation; and all property, rights, privileges, powers and franchises, and all and every other interest shall be thereafter as effectually the property of the surviving or resulting corporation as they were of the several and respective constituent corporations, and the title to any real estate vested by deed or otherwise, under the laws of this State, in any of such constituent corporations, shall not revert or be in any way impaired by reason of this chapter; but all rights of creditors and all liens upon any property of any of said constituent corporations shall be preserved unimpaired, and all debts, liabilities and duties of the respective constituent corporations shall thenceforth attach to said surviving or resulting corporation, and may be enforced against it to the same extent as if said debts, liabilities and duties had been incurred or contracted by it.*  
 (b) *In the case of a merger of banks or trust companies, without any order or action on the part of any court or otherwise, all appointments, designations, and nominations, and all other rights and interests as trustee, executor, administrator, registrar of stocks and bonds, guardian of estates, assignee, receiver, trustee of estates of persons mentally ill and in every other fiduciary capacity, shall be automatically vested in the corporation resulting from or surviving such merger; provided, however, that any party in interest shall have the right to apply to an appropriate court or tribunal for a determination as to whether the surviving corporation shall continue to serve in the same fiduciary capacity as the merged corporation, or whether a new and different fiduciary should be appointed.*”

ejemplo, si el adquirente absorbe a la objetivo o si ambas se fusionan en una nueva sociedad), el absorbente o la sociedad resultante de la fusión se convierte en el sucesor legal.

### 2.2.3. *Preferred stock* o acciones preferentes

Las acciones preferentes son valores mobiliarios representativos del capital social de la compañía que pueden tener propiedades tanto de un instrumento representativo de capital como de deuda: es, entonces, un instrumento híbrido. Son deuda *senior* con respecto al capital representado en acciones comunes pero subordinado a los bonos corporativos y a los papeles comerciales. No suelen implicar derechos de voto, pero sí un dividendo preferencial, que puede ser por cuantía o por rango, y preferencia en el pago de su crédito al momento de la liquidación. Pueden ser también convertibles en acciones comunes y son calificados también por empresas clasificadoras de riesgo, aunque su calificación suele ser más baja que la de los bonos corporativos dado que las acciones preferentes no tienen las garantías de los bonos y son subordinadas a todo el resto de acreedores, con excepción de los accionistas comunes.

Las sociedades objetivo pueden usar acciones preferentes como un mecanismo de defensa ante adquisiciones hostiles. Algunas compañías tienen disposiciones en sus pactos sociales autorizando al directorio la emisión de acciones preferentes bajo ciertos límites, cuyos términos tienen que ser determinados por su directorio en el momento de la emisión.

---

(237) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículos 206° y 362°.

Las acciones preferentes *poison pill* típicamente conllevan privilegios especiales de redención y conversión. Permiten a sus titulares redimir sus acciones por efectivo si un tercero adquiere el control de la sociedad, siendo el precio de redención el precio más alto por acción pagado por las acciones de la objetivo en el año en que el adquirente ganó el control. Además, los accionistas preferidos tienen el derecho de convertir sus acciones en acciones comunes de la sociedad objetivo y en acciones comunes o preferentes de cualquier sociedad que absorba a la objetivo<sup>(238)</sup> o que resulte de la fusión.

Algunas veces, las acciones preferentes pueden contener *covenants* o provisiones de protección que evitan la emisión de nuevas acciones preferentes de deuda senior, con relación a las acciones ya existentes. En esta modalidad de *poison pill*, se encuentran todos derechos que, al ser emitidos y activados, perjudican de alguna manera al postor. Sea el mecanismo por el que se opte, la emisión de acciones preferentes es una forma de desincentivar al adquirente de lanzar su oferta.

#### 2.2.4. *Back-end*

En esta modalidad, los accionistas de la sociedad objetivo reciben un derecho que, en caso de que un postor hostil adquiriera acciones de la objetivo por encima de un umbral o lance una oferta, los habilita al intercambio de acciones por instrumentos de deuda *senior* o por efectivo al valor *back-end* establecido por la administración de la sociedad objetivo. Este valor será muy superior al de mercado, lo cual obliga al

---

(238) THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Protecting Shareholders against Partial and Two-Tiered Takeovers: The "Poison Pill" Preferred*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 97, Número 8, junio de 1984. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1964-1965.

adquirente hostil a mejorar su oferta, pues, de lo contrario, los accionistas preferirán redimir sus acciones al precio *back-end*.<sup>(239)</sup>

### 2.2.5. *Voting rights plan*

Es una modalidad muy simple de *poison pill*, mediante la cual se crea una clase de acciones con derechos de voto superiores a las acciones comunes, estableciéndose de manera adicional que los privilegios en cuanto al voto son eliminados con la transferencia de acciones<sup>(240)</sup>. El voto de estas acciones será indispensable para la adopción de determinados acuerdos. Con esto, el control corporativo deja de basarse en el principio de mayorías para pasar a la tenencia de un paquete de acciones privilegiadas.

## 2.3. La jurisprudencia estadounidense sobre *poison pills*

Los planes de derechos están ahora bien establecidos en la legislación y en la jurisprudencia. Comenzando con la decisión de la corte Suprema de Delaware en 1985 en *Moran*, las cortes de Delaware y cortes en otras jurisdicciones han reconocido ampliamente la legalidad y usos legítimos de una variedad de planes de derechos.

El creador de las *poison pills* fue Martin Lipton, cofundador de la firma de abogados neoyorquina Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. El nombre “*poison pill*” nació en 1983, durante la adquisición hostil de Lenox, el fabricante de porcelana fina, por Brown-Forman Distillers, que produce el whiskey Jack Daniel’s. Lipton afirma que el

(239) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 191.

(240) PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPAs hostiles y medidas de protección*. En: *IUS ET VERITAS*, Año XII, Número 23, diciembre de 2001. Publicado por Asociación Civil IUS ET VERITAS, p. 113.

nombre fue acuñado por Martin Siegel, del banco de inversión de Lenox. Él fue el primer banquero en apoyar la adopción de las *poison pills* como una medida de protección y, con ligereza, acuñó el término en una entrevista con The Wall Street Journal.

Los orígenes de la *pill* datan de dos batallas de adquisición hostil en Texas, que generaron titulares de portada en diciembre de 1982. En la primera de ellas, General American Oil se defendía de una oferta lanzada por Pickens. Lipton recomendó al directorio de General American Oil adoptar una modalidad primitiva de *poison pill*, pero la legalidad de esta medida aún no había sido probada y los banqueros se resistieron. La compañía fue, en consecuencia, vendida a un oferente de último minuto, Philips Petroleum.

Inmediatamente, Lipton voló de la sesión de directorio de General American en Dallas a Houston, donde un socio de su firma de abogados estaba buscando tácticas defensivas para The El Paso Company, una sociedad objetivo. Mientras revisaban los estados financieros de la compañía, Lipton descubrió que su directorio tenía facultades para emitir acciones preferentes sin la aprobación de los accionistas. Armada con esta primera versión de la *pill*, El Paso negoció su venta y la redención de la *pill* al adquirente hostil, Burlington Northern, con una fuerte posición negociadora, y consiguiendo, consecuentemente, un mejor precio.

Con tanto dinero de por medio, era evidente que un fallo de las cortes no estaba lejos. La legalidad de la moderna *poison pill* fue desafiada en las cortes de Delaware, y fue confirmada en una serie de cuatro casos que culminaron en *Moran*

v. *Household International Inc.*<sup>(241)</sup> En el presente apartado, se revisarán los criterios y argumentos jurisprudenciales empleados en la evaluación de *poison pills*.

### 2.3.1. *Moran v. Household International Inc.*

Household Intl', Inc. era una compañía *holding*, que controlaba una serie de subsidiarias de objeto muy diversificado. Las principales de ellas se dedicaban a prestar servicios financieros, de transporte y comercialización. El 14 de agosto de 1984, el directorio de Household adoptó un plan de derechos con 14 votos a favor y 2 en contra. En virtud de esta *pill*, los accionistas de Household iban a tener los siguientes derechos:

- a) En caso de que se anunciara una oferta pública de adquisición por el 30% o más de las acciones de Household, cada acción tendría derecho a suscribir 1/100 de las nuevas acciones preferentes a US\$ 100. Estos derechos podrían ser rescatados por el directorio a US\$ 0.50 por derecho.
- b) En caso de que alguien adquiriese el 20% de las acciones de Household, cada acción tendría derecho a suscribir 1/100 de las nuevas acciones preferentes. Si el derecho no se ejercía, este no era rescatable. Sin embargo, en caso de que ocurriera una fusión entre Household y la empresa adquirente, cada acción tendría el derecho de comprar US\$ 200 de acciones ordinarias del postor de la oferta de adquisición a solo US\$ 100. Esta era una provisión *flip-over* y fue el centro de la problemática.

---

(241) Moran v. Household International Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

John Moran, miembro del directorio de Household, votó en contra de este plan de derechos y demandó la invalidez de la *pill* de la compañía. Moran era, adicionalmente, el Presidente de Dyson-Kissner-Moran (DKM), el principal accionista de Household, y había entrado en conversaciones con los demás miembros del directorio de Household para negociar una posible compra apalancada de la compañía por parte de DKM. Los estudios financieros que había realizado DKM demostraban que las acciones de Household se encontraban significativamente devaluadas con relación al valor de la compañía. Por tanto, DKM consideraba que la gestión de los recursos de la empresa debía ser mejorada con un cambio en el control corporativo. Moran temía que el plan de derechos podría frustrar ofertas amigables (incluyendo, potencialmente, la suya).

Es importante tener en cuenta que la compra que pretendía realizar DKM era una adquisición apalancada. En el lenguaje de las fusiones y adquisiciones, este tipo de fusión estructurada se conoce como una *leveraged-buy-out*. Para su concreción, la sociedad adquirente usualmente constituye una subsidiaria cuyo objeto social será exclusivamente la adquisición de una sociedad objetivo y que se financia en el mercado de valores mediante la emisión de bonos de alto riesgo (*junk bonds*). Esta subsidiaria, con todos los recursos financieros que obtiene, termina adquiriendo la objetivo y, luego de tomar el control de esta, ambas participan de un proceso de fusión en virtud del cual la objetivo terminará absorbiendo la deuda representada en los mencionados *junk bonds*. La sociedad resultante termina con una alta ratio de endeudamiento (indicador financiero que representa la relación pasivos/patrimonio).

Household, temiendo que DKM pueda concretar esta compra hostil, contrató los servicios del estudio de abogados Watchell, Lipton, Rosen & Katz y del banco de

inversión Goldman Sachs para formular una política de adquisiciones. La firma de Martin Lipton recomendó el plan de derechos que fue finalmente formulado al directorio de Household en la sesión del 14 de agosto de 1984, y aprobado. Durante la discusión sobre la validez de la *pill*, se esgrimieron una serie de argumentos se resumen a continuación.

### 2.3.1.1. La interpretación de la Sección 157 de la *General Corporation Law* de Delaware

Moran sostenía que la Sección 157 de la Ley General de Sociedades del Estado de Delaware, que regula la emisión de derechos y opciones sobre el capital<sup>(242)</sup>, no tenía por finalidad permitir la defensa de una adquisición hostil, sino únicamente dar la alternativa a la sociedad de obtener financiamiento a través del

(242) The Delaware Code. Title 8, Corporations. Chapter 1, General Corporation Law. Subchapter V, Stock and Dividends.

“§ 157. *Rights and options respecting stock.*

(a) *Subject to any provisions in the certificate of incorporation, every corporation may create and issue, whether or not in connection with the issue and sale of any shares of stock or other securities of the corporation, rights or options entitling the holders thereof to acquire from the corporation any shares of its capital stock of any class or classes, such rights or options to be evidenced by or in such instrument or instruments as shall be approved by the board of directors.*

(b) *The terms upon which, including the time or times which may be limited or unlimited in duration, at or within which, and the consideration (including a formula by which such consideration may be determined) for which any such shares may be acquired from the corporation upon the exercise of any such right or option, shall be such as shall be stated in the certificate of incorporation, or in a resolution adopted by the board of directors providing for the creation and issue of such rights or options, and, in every case, shall be set forth or incorporated by reference in the instrument or instruments evidencing such rights or options. In the absence of actual fraud in the transaction, the judgment of the directors as to the consideration for the issuance of such rights or options and the sufficiency thereof shall be conclusive.*

(c) *The board of directors may, by a resolution adopted by the board, authorize 1 or more officers of the corporation to do 1 or both of the following: (i) designate officers and employees of the corporation or of any of its subsidiaries to be recipients of such rights or options created by the corporation, and (ii) determine the number of such rights or options to be received by such officers and employees; provided, however, that the resolution so authorizing such officer or officers shall specify the total number of rights or options such officer or officers may so award. The board of directors may not authorize an officer to designate himself or herself as a recipient of any such rights or options.*

(d) *In case the shares of stock of the corporation to be issued upon the exercise of such rights or options shall be shares having a par value, the consideration so to be received therefor shall have a value not less than the par value thereof. In case the shares of stock so to be issued shall be shares of stock without par value, the consideration therefor shall be determined in the manner provided in § 153 of this title.”*

capital. No autorizaba en ninguno de sus incisos la adopción de *poison pills*. Household, por su lado, sostenía que el plan de derechos se amparaba precisamente en dicho artículo del código de Delaware. La corte sostuvo que la interpretación de la legislación estatal no debía restringir el campo de aplicación de la Sección 157 únicamente a un objetivo de financiamiento corporativo. Por el contrario, si la ley no se pronunciaba al respecto, debía entenderse que la adopción de estas medidas estaba permitida.

Del mismo modo, Moran sostuvo que la Sección 157 no autorizaba la emisión de derechos “espúreos”. Los derechos del *rights plan* no habían sido diseñados para ser ejercidos, sino únicamente para desalentar la adquisición hostil, y, por tanto, no tenían ningún valor económico. Las acciones preferentes a emitirse eran también ficticias, pues nunca iban a llegar a ser emitidas. La corte también rechazó este argumento, argumentando que los derechos iban a resultar de todas maneras efectivos con la ocurrencia de las condiciones estipuladas (los dos eventos causales mencionados). Igualmente, las acciones preferentes de Household serían emitidas y tendrían un dividendo preferencial.

Por otra parte, Moran afirmaba que la Sección 157 no autorizaba a Household a emitir derechos para comprar suscribir representativas del capital de otra sociedad tras una fusión o absorción. Household respondió sosteniendo que el plan de derechos era análogo a las habituales disposiciones para evitar la dilución en un escenario de fusión. De esta manera, Household, estratégicamente, asimiló su plan de derechos a una políticamente correcta medida antidilución en casos de fusiones, que estaba bastante alejada de los escenarios de toma de control hostil. La corte concluyó, en ese sentido, que las cláusulas anti-dilución regulaban el derecho de conversión de los

accionistas en el caso de una fusión, dándoles el derecho de convertir sus acciones en los valores que reemplazarán a las acciones de la compañía. En consecuencia, el hecho de que los derechos tengan como fin impedir ofertas hostiles, especialmente si son ofertas de dos pasos (*two-tier front-end loaded tender offers*) no es relevante para invalidarlos.

### **2.3.1.2. El derecho de los accionistas de Household de recibir ofertas de adquisición**

Moran también afirmó que el directorio de Household no tenía derecho a usurpar los derechos de los accionistas de recibir ofertas de adquisición cambiando la estructura fundamental de Household. La corte concluyó que el plan de derechos no impedía a los accionistas recibir ofertas públicas de adquisición. Por ejemplo, podrían recibir ofertas sujetas a la condición de que el directorio redima los derechos, o podrían consentir ofertas de adquisición junto con peticiones para remover al directorio en una lucha de *proxy* y redimir los derechos. Adicionalmente, la corte sostuvo que el plan no era absoluto: cuando el directorio haga frente a una oferta pública de adquisición y una solicitud para redimir los derechos, no podrá rechazar la oferta arbitrariamente, sino en cumplimiento de sus estándares fiduciarios.

La corte también admitió que el cambio de estructura en Household era menor que el que causarían otros esquemas de protección ratificados previamente por las cortes. El plan de derechos no implicaba la dislocación de activos de la sociedad ni impedía su flexibilidad financiera. Tampoco significaba un mayor costo tributario para la sociedad o para sus accionistas.

### 2.3.1.3. El derecho de los accionistas de Household de conducir una lucha de *proxy*

La lucha de *proxy* (*proxy fight* o *proxy contest*) puede ser entendida como una competencia entre los accionistas de una sociedad de accionariado difundido para obtener la delegación del derecho de voto de otros accionistas a fin de acumular un mayor porcentaje y poder remover al directorio de la sociedad. En 1971, en *Schnell v. Chris-Craft Indus., Inc.*, la Corte Suprema de Delaware estableció que las acciones tomadas por la administración para manipular la maquinaria corporativa “con el propósito de obstruir los esfuerzos legítimos de accionistas disidentes en el ejercicio de sus derechos a conducir un *proxy contest*” eran “contrarios a los principios establecidos de democracia corporativa”.<sup>(243)</sup>

Moran afirmaba que la “causal del 20%” impedía en la práctica que alguien adquiriese primero el 20% o más de las acciones, para seguidamente proponer la elección de un nuevo directorio mediante una activa campaña por la delegación del voto. Asimismo, sostuvo que el plan de derechos desalentaba a los accionistas reunirse para solicitar la delegación de votos si colectivamente reunían el 20% o más de las acciones. La corte terminó afirmando que el efecto de la *pill* sobre los incentivos para una posible *proxy fight* serían mínimos.

### 2.3.1.4. La protección de la *business judgment rule* bajo *Unocal*

La corte sostuvo que la *flip-over poison pill* que Household había adoptado con anterioridad a la oferta hostil no era *per se* una violación de las leyes de Delaware. La

---

(243) Schnell v. Chris-Craft Indus., Inc., 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971).

corte continuó analizando si la decisión del directorio de adoptar la pill era un ejercicio válido de sus deberes fiduciarios, considerando que la medida defensiva desplegada era razonable porque la empresa se veía expuesta a una adquisición apalancada, a la cual calificó de “auto-pagada” y “depredadora”. Luego de encontrar que el directorio había tomado una decisión sobre la base de información adecuada y que, bajo *Unocal*, su actuar fue razonable con relación a la amenaza, sostuvo que la actuación del directorio estaba protegida por la regla de juicio de negocios (*business judgement rule*).

Por todas las razones enunciadas, al final, la corte confirmó el derecho del directorio de adoptar una *pill* sin el consentimiento de los accionistas, y el derecho de los directores independientes de la compañía a rechazar la oferta. Sin embargo, advirtió que ni su pronunciamiento sobre la legalidad formal de la *pill* de Household ni su aprobación de la actuación del directorio en adoptar la *pill* daban base alguna para concluir bajo qué circunstancias el directorio podría válidamente ejercitar la *pill*. Como afirmó de manera literal, “[t]he ultimate response to an actual takeover bid must be judged by the Directors’ actions at that time, and nothing we say here relieves them of their basic and fundamental duties to corporation and its stockholders”.<sup>(244)</sup>

La trascendencia de *Moran* no radica en haber proporcionado criterios para declarar la legalidad de las *poison pills*, sino en haber reconocido que, en ciertos casos, estas pueden ser válidas bajo *Unocal*. Como se ha discutido con amplitud en el capítulo anterior, la posterior jurisprudencia de Delaware desarrolló (y también debilitó) los criterios de análisis de las tácticas defensivas, incluyendo, claro está, las *poison pills*.

---

(244) Moran v. Household International Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

### 2.3.2. La jurisprudencia posterior a *Moran*

*Moran* y la jurisprudencia posterior establecieron que la adopción de un plan no cambia los estándares fiduciarios a ser seguidos por el directorio en su respuesta a una oferta pública de adquisición. En este supuesto, el plan y su operación deberán ser evaluados a la luz de la respuesta que el directorio defina como apropiada basado en el consejo oportuno de los asesores financieros y legales de la sociedad. La jurisprudencia mayoritaria desde *Moran* se enfoca en cómo el directorio usa el plan de derechos frente a una oferta, particularmente en la decisión de redimir los derechos.

La jurisprudencia de Delaware alguna vez sugirió que el directorio tendría la obligación de redimir el plan de derechos luego de la oportunidad de buscar por alternativas donde la oferta proponía un valor mayor o cercano a las alternativas identificadas. Sin embargo, en *Paramount v. Time*, *QVC v. Paramount* y *Unitrin v. American General*, la corte de Delaware afirmó que, cuando el directorio no ha tomado la decisión de vender la sociedad, puede “simplemente decir no” (*just say no*) y rehusarse a redimir el plan de derechos si determina que, en su juicio de negocios, que la oferta no es en el interés de los accionistas y/o que interfiere con los planes de negocio a largo plazo y estrategia de la sociedad.<sup>(245)</sup> Igualmente, en *Unitrin*, la corte Suprema de Delaware comentó entusiastamente que un plan de derechos es una “táctica defensiva efectiva”, que ha resultado en una “notable transformación del mercado de control corporativo”.

---

(245) WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. Memorandum: *The Share Purchase Rights Plan*. Citado por: GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-59.

Más recientemente, la Court of Chancery de Delaware ha sostenido incluso que el directorio podría ser responsable si es que no adopta una *poison pill* (*La Mun. Police Emp. Ret. Sys. v. Fertitta, 2009 Del Ch. LEXIS 144 (Del. Ch. July 28, 2009)*). Hoy, la validez de la *poison pill* y la autoridad del directorio de adoptar y mantener una *pill* para evitar una adquisición hostil es insoslayablemente aceptada en Delaware, como puede notarse en los siguientes ejemplos:

- a) En *Air Products & Chems, Inc. v. Airgas, Inc.*, la Court of Chancery permitió que una *pill* continúe vigente a pesar de que una batalla por el control llevaba ya más un año: los accionistas habían sido completamente informados y la única amenaza para los accionistas era que la oferta del adquirente hostil era vista por el directorio de la objetivo como inadecuada (*16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)*).
- b) En *Yucaipa Am. Alliance Fund II, L.P. v. Riggio*, la misma corte validó la adopción de una *poison pill* para prevenir que un oponente del directorio adquiriera más del 20% de las acciones de la objetivo, a pesar de que el presidente del directorio era propietario del 30% (*1 A.3d 310 (Del. Ch. 2010)*).
- c) En *In re CNX Gas Corp. S'holders Litig.*, la misma corte sostuvo que si un comité independiente era formado para considerar una transacción con el accionista controlador de la compañía, ese comité también tendría la autoridad de adoptar una *poison pill* para evitar que el accionista controlador adquiriera su participación o de cualquier otra manera eluda al comité (*4 A.3d 397 (Del. Ch. 2010)*).

- d) En *In re Orchid Cellmark Inc. S'holder Litig.*, la misma corte validó una cláusula en un acuerdo de fusión en la que la objetivo aceptaba no modificar, anular o redimir su *pill* o tomar cualquier otra acción que permita a cualquier otro diferente al adquirente hacerse con el 20% de las acciones de la objetivo sin activar la *pill* (2011 Del. Ch. LEXIS 75 (Del. Ch. May 12, 2011)).<sup>(246)</sup>

#### 2.4. La posición de la doctrina clásica

Choi, Kamma y Weintrop, en 1988, prepararon un estudio empírico en el que compararon los efectos de la *poison pill* en el bienestar de los accionistas en las sociedades de Delaware con aquellas constituidas en otros estados. Encontraron que, para las 267 sociedades listadas en ese entonces, el efecto total era una pérdida de 2.14 mil millones de dólares, de los cuales 1.97 mil millones era de las 133 sociedades constituidas en Delaware. Su hallazgo de una pérdida significativa generada por la adopción de una *poison pill* implicaba que el derecho de Delaware desincentivaba adquisiciones creadoras de valor en las sociedades de Delaware.<sup>(247)</sup>

Pese a esa (algo desapercibida) comprobación inicial y debido al respaldo que la *pill* recibió en *Moran*, mientras que, al momento de la decisión en *Moran*, solo el 5% de las sociedades listadas del Fortune 500 de 1986 tenían *poison pills*, luego de un año, el 35% había adoptado o facilitado su adopción y, para 1989, la cifra se

---

(246) WOLTERS, Jeffrey R. y Amy L. SIMMERMAN. *Innovations in Poison Pill Drafting*. En: *Practical Law The Journal*, November 2011, pp. 33-34.

(247) CHOI, Dosoung, Sreenivas KAMMA y Joseph WEINTROP. *The Delaware Courts, Poison Pills and Shareholder Wealth*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, p. 377.

incrementó a 60%. En un breve periodo, entonces, la *poison pill* pasó de ser una innovación excepcional a una regla en el gobierno corporativo.<sup>(248)</sup>

Las escuelas clásicas (la *management discretion* y la *shareholder choice*), al referirse y analizar la *poison pills*, han repetido los argumentos descritos en el capítulo primero. Antes que discutir sobre si es más conveniente prohibirlas o no, hoy se discute cómo debe ser regulada a fin de que beneficie a los accionistas. A este nivel, es notable el debate que sostuvieron Ronald J. Gilson y Martin Lipton en 2002, con ocasión de las celebraciones por los quince años de *Unocal*.

Desde la escuela de la *management discretion*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz sostiene los objetivos principales de un plan de derechos son detener tácticas de adquisición abusivas, tales como las *two-tier front-end loaded*.<sup>(249)</sup> La *pill* vuelve a estas estrategias inaceptablemente costosas para el *raider* e incentiva a los adquirentes potenciales a negociar con el directorio de la objetivo antes que intentar una oferta de adquisición hostil. El plan de derechos fue diseñado para no interferir (y no ha interferido) con las operaciones del día a día de las sociedades que los han adoptado. Antes de su activación, no tiene efecto alguno en los estados financieros de la sociedad y no tiene efecto tributario en la sociedad ni en sus accionistas.<sup>(250)</sup> Lipton y Rowe, además, indican que hay una serie de estudios que, contradiciendo los números de Choi, Kamma y Weintrop, demuestran que las sociedades objetivo que

---

(248) DAVIS, Gerald F. *Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network*. En: *Administrative Science Quarterly*, Volumen 36, Número 4, diciembre de 1991. Publicado por Johnson Graduate School of Management, Cornell University, p. 587.

(249) WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. Memorandum: *The Share Purchase Rights Plan*. Citado por: GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-58.

(250) WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. Memorandum: *The Share Purchase Rights Plan*. Citado por: GILSON, Ronald. J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 2003-2004 Supplement*. New York: Foundation Press, Thomson, 2003, p. SUPP-58.

implementaron una *poison pill* reciben primas más altas que sus contrapartes y que, por tanto, no hay sustento para afirmar que las *pills* reducen el valor para los accionistas.<sup>(251)</sup>

Ante esta última hipótesis, Gilson sostiene que los efectos de una *poison pill* no dependen solamente de ella, sino de lo que las cortes permitan a los administradores hacer con las *poison pills*. Así, supóngase que una *pill* concede a la administración tiempo para asegurar una operación alternativa y persuadir a los accionistas de que el precio ofrecido es muy bajo, pero que no permite a la administración bloquear la oferta (tal como se estableció en *City Capital Associates v. Interco Inc.*). En este caso, el efecto de la *pill* es permitir a la administración los medios para subastar la objetivo y los estudios empíricos sugerirían que las subastas benefician a los accionistas, que es precisamente la conclusión a la que llega su modelo de *shareholder choice*. De este modo, Gilson sostiene que la *pill* es (y debe ser) un mecanismo para implementar un régimen de *shareholder choice*.<sup>(252)</sup>

---

(251) LIPTON, Martin y Paul K. ROWE. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. En: *Delaware Journal of Corporate Law*, Volumen 27, Número 1, 2002, pp. 2-4.

(252) GILSON, Ronald J. *Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply*. En: *Delaware Journal of Corporate Law*, Volumen 27, Número 1, 2002, p. 50.

## CAPÍTULO 3

### *Lockups* y otros acuerdos de exclusividad

#### 3.1. Tipicidad y taxonomía jurídica

Los procesos de adquisición de empresas entrañan inherentemente la asunción de riesgos por parte de los potenciales adquirentes, incluso cuando la adquisición es amistosa, es decir, cuando se realiza con la aquiescencia de los accionistas y/o la administración de la sociedad objetivo. En este supuesto, debido al tiempo que transcurre durante la negociación o la vigencia de la oferta hasta el cierre de la operación, uno de dichos riesgos consiste en la posibilidad de que un tercero presente una mejor oferta o, en general, de que cualquier otra circunstancia incida en la decisión de la sociedad objetivo (sea de su administración o de sus accionistas) de vender. El no adquirir la empresa puede generar pérdidas económicas para el potencial adquirente, por los múltiples costos incurridos para la formulación de una oferta o durante la negociación de la adquisición y por el costo de oportunidad al haber dedicado tiempo a una frustrada adquisición.

Aunque este riesgo, puede verificarse también en la adquisición de empresas de *private equity*, Coates y Subramanian explican que las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas que tienen sus acciones listadas presentan (e incluso aumentan) el riesgo de no consumación de la siguiente manera: (i) la ley requiere que los accionistas de la sociedad objetivo tengan la oportunidad de decidir por sí mismos si aceptar la operación propuesta; (ii) el cumplimiento de las obligaciones de transparencia y la regulación del proceso de obtener la aceptación de los accionistas implica que transcurra un periodo largo desde la formulación de la oferta; y, (iii) los accionistas podrían decidir, no aceptar la operación por cualquier razón, incluyendo una oferta mejorada.<sup>(253)</sup>

Particularmente, en los casos en los que debe formularse una oferta pública de adquisición, esta, sea previa posterior, tiene un plazo de vigencia, periodo durante el cual podrían presentarse ofertas competidoras<sup>(254)</sup> o producirse cualesquiera otras circunstancias. Más aun, en el capítulo primero, se anotó que este plazo de hecho estimulaba una dinámica de subasta.

La práctica corporativa ha ideado y venido empleando diversos acuerdos o *covenants* como una solución para mitigar dicho riesgo a favor de un potencial adquirente amigable. Tales acuerdos tienen por finalidad asegurarle a este último la adquisición de la objetivo con exclusión de cualquier tercero o, en caso de que ello no ocurra, garantizarle una indemnización o una ganancia suficiente. Bainbridge clasifica

---

(253) COATES, John C. IV y Guhan SUBRAMANIAN. *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 53, Número 2, noviembre de 2000. Publicado por Stanford Law Review, p. 310.

(254) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, artículos 18° y 24°.

dichos acuerdos en (i) *performance promises*, (ii) *termination fees* y (iii) *lockups*.<sup>(255)</sup> Otorgan al potencial adquirente una situación jurídica de ventaja basada en cierto grado de exclusividad.

Todos estos pueden ser celebrados entre, por una parte, el potencial adquirente amistoso y, por la otra, la sociedad objetivo, los accionistas y/o la administración y pueden ser parte de un acuerdo más amplio como una carta de intención (*letter of intent*) o acuerdo de entendimiento (*memorandum of understanding*) para la fusión o la adquisición de la compañía. Es importante notar que, al formularse una oferta pública de adquisición, el directorio o el máximo órgano de administración de una sociedad se encuentra obligado a emitir un informe en el cual deberá revelar la existencia de un acuerdo entre el ofertante y la sociedad objetivo y/o los órganos de administración y/o los accionistas de la objetivo.<sup>(256)</sup> Por lo tanto, una obligación de confidencialidad sobre dichos acuerdos solo podría ser válidamente cumplida hasta la emisión de tal informe.

En el presente capítulo, se abordará la problemática que presentan estos acuerdos de exclusividad (y, en particular, las *lockup options*) cuando son adoptados como medidas *antitakeover* en los convenios de una sociedad objetivo con un *white knight*, tanto antes como después de producirse la oferta pública de adquisición. El análisis del presente capítulo se enfoca en las *lockup options*, por su singular complejidad y por los discutibles efectos que tiene en el contexto de una adquisición hostil. Podrá verificarse que la doctrina no ha terminado de ponerse de acuerdo con relación a sus ventajas y desventajas.

---

(255) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 240.

(256) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, artículo 15°, inciso a).

### 3.1.1. *Performance promises*

Siguiendo a Bainbridge, las *performance promises* pueden clasificarse en dos: (i) los acuerdos de mejores esfuerzos (*best-efforts covenants*) y (ii) las diversas modalidades de acuerdos de *no-shop*. En el primero de dichos acuerdos, ambas partes se obligan a emplear sus mejores esfuerzos para consumar la operación. La contraparte del potencial adquirente podría ser tanto la sociedad como su administración, aunque nada obsta que también sean los accionistas. “El pacto usualmente también requiere que el directorio de la objetivo y, típicamente, el directorio del postor recomienden la fusión a sus respectivos accionistas”<sup>(257)</sup>. También, tratándose de ofertas públicas de adquisición, podría acordarse la obligación del directorio de emitir un informe favorable a la oferta.<sup>(258)</sup> Nótese que, en este tipo de acuerdos, podría incluirse una promesa de hecho de un tercero, como, por ejemplo, la promesa del directorio de que la junta general de accionistas aprobará la fusión o de que los accionistas venderán sus acciones. Un ejemplo de cláusula de mejores esfuerzos entre un postor y la administración de la objetivo es el siguiente:

“Con arreglo a los términos y condiciones previstos en el presente, cada una de las partes acuerda emplear sus mejores esfuerzos para tomar -o causar que sean tomadas- todas las acciones y realizar -o causar que sean realizadas- todas las cosas que sean necesarias, adecuadas o aconsejables bajo las leyes aplicables para consumar y hacer eficaz la fusión de acuerdo con los términos del presente contrato, sujeto, sin embargo, al voto de los accionistas de cada parte. En caso que, en cualquier momento luego de la fecha de entrada en vigencia de la fusión, cualquier acción adicional sea necesaria o deseable para llevar a cabo la finalidad de este contrato, los funcionarios o directores competentes de las partes deberán tomar tal acción”.<sup>(259)</sup>

(257) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 243-244.

(258) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, artículo 15°.

(259) “*Agreement and Plan of Reorganization*” entre Allied-Signal Inc., Allied Corp., AC Acquisition Corp., y The Signal Companies, Inc., del 15 de mayo de 1985, § 7.6. Citado por: BAINBRIDGE,

Por su parte, en virtud de un acuerdo de *no-shop*, la sociedad objetivo se obliga a no solicitar ofertas competidoras de otros postores. Existen varias modalidades de este acuerdo de exclusividad, entre las que se puede mencionar la versión estándar, el pacto de no negociación y el pacto de no fusión. El pacto de *no-shop* estándar, si bien prohíbe solicitar ofertas competidoras, sí permite a la objetivo negociar con un postor competidor no solicitado. “Por el contrario, el pacto de no negociación, una variante del pacto de *no-shop*, prohíbe tales negociaciones. Una versión intermedia, el pacto de no fusión permite a la objetivo negociar con un postor competidor no solicitado, pero prohíbe entrar en un acuerdo de fusión con un competidor hasta que los accionistas voten la oferta inicial”.<sup>(260)</sup> Cuando un potencial adquirente es el primero en presentar una oferta (un postor inicial o *initial bidder*) suele requerir que se acuerde alguna de las modalidades del pacto de *no-shop*.

En *Smith v. Van Gorkom*, la corte del estado de Delaware refirió que “el Acuerdo prohibía a Trans Union a solicitar activamente ofertas y proveer a partes interesadas cualquier información sobre la Compañía diferente a la que ya era de dominio público”.<sup>(261)</sup> Para Ayres, un pacto de *no-shop* que restrinja la posibilidad de solicitar ofertas competidoras podría ser contradictorio con el deber de subastar bajo *Revlon*,<sup>(262)</sup> que ha sido abordado antes y sobre el cual también se profundizará más adelante.

---

Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, nota 10.

(260) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 244-245.

(261) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 878 (Del. 1985).

(262) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 708.

### 3.1.2. Termination fees

Las *termination fees* (también denominadas *cancellation fees* o *break up fees*) son penalidades (*liquidated damages*) que la sociedad objetivo acuerda pagar al postor inicial ante la ocurrencia de una condición específica. Desde el punto de vista de la tipicidad, la cláusula penal, en el derecho civil, tiene por objeto usualmente una obligación de dar suma de dinero, aunque la doctrina ha admitido que no existe impedimento para que sea de dar cualquier otro tipo de bien no dinerario o de hacer.<sup>(263)</sup> La condición específica comúnmente es la adquisición de una cantidad determinada del capital de la objetivo por un tercero diferente al postor inicial o, en general, que el postor no adquiera la objetivo. Estas penalidades tienen carácter compensatorio, pues procuran resarcir al postor inicial por los gastos efectuados para realizar la oferta y, en algunos casos, también reparar por la pérdida de tiempo y el costo de oportunidad.<sup>(264)</sup>

Una modalidad de las *termination fees* son las *topping fees*, según las cuales la objetivo se obliga a pagar al postor inicial vencido un porcentaje del precio de adquisición del postor ganador. No obstante, en la práctica, las *termination fees* se acuerdan como un monto determinado.

La *termination fee* puede consistir en una suma muy alta, muy por encima de los daños indemnizables, de modo tal que cumpla no solo una función resarcitoria, sino también preventiva y hasta aflictivo-consolatoria (mal llamada punitiva), que

---

(263) MESSINEO, Francesco. *Doctrina general del contrato*. Traducción de *Dottrina Generale del Contratto, Terza edizione, ampliata e in parte rifatta, Milano, Dott. A. Giuffrè Editore, 1948* de R. O. Fontanarrosa, S. Sentís Melendo y M. Volterra. Lima: Ara, 2007, p. 214; ROPPO, Vincenzo. *El contrato*. Traducción de *Il Contratto, Milano, Giuffrè, 2001* a cura de Eugenia Ariano Deho. Lima: Gaceta Jurídica, 2009, p. 908;

(264) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 245-246.

disuada a la sociedad objetivo de cumplir el acuerdo. Como se explica líneas abajo, algunos autores consideran que, en tal caso, la *termination fee* es una *lockup*. En los sistemas jurídicos en donde, evocando el código civil italiano, las cortes tienen la facultad de reducir por equidad el monto de la penalidad por ser excesiva,<sup>(265)</sup> esta función difícilmente podrá surtir efectos: un argumento más en contra de la tipificación de esta facultad jurisdiccional, que ha sido criticada también desde el derecho civil.

### 3.1.3. *Lockups*

Finalmente, las diversas modalidades de *lockups* son acuerdos mediante los cuales, según Kahan y Klauser, “la sociedad objetivo se obliga a otorgar un beneficio a un postor si ese postor al final pierde la subasta”.<sup>(266)</sup> En la misma línea, una *lockup* es, para Bainbridge, cualquier acuerdo mediante el cual la objetivo otorga al postor favorecido con la *lockup* una ventaja competitiva sobre otros postores.<sup>(267)</sup> Fraidin y Hanson coinciden y precisan la definición indicando que la obligación asumida está condicionada a que la objetivo incumpla o no ejecute íntegramente el acuerdo de fusión o de adquisición con el postor favorecido<sup>(268)</sup> por cualquier causa.

Una *lockup* puede consistir en una *termination fee* inusualmente alta (que exceda la función resarcitoria) o en alguna de las dos modalidades de *lockup option*. Una *lockup option* se refiere, más específicamente, a un acuerdo *lockup* que otorga al postor una opción para adquirir, normalmente a precio favorable, acciones

---

(265) Código Civil peruano de 1984, Artículo 1346°; Código civil italiano de 1942, Artículo 1382°.

(266) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1540.

(267) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 250.

(268) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo de 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1742.

representativas del capital de la objetivo, sea acciones en tesorería o del capital autorizado pero no emitido (*stock lockup*) o determinadas líneas de negocio o activos de la objetivo (*asset lockup*). La *lockup option* se activa cuando un tercero adquiere un porcentaje específico de acciones de la objetivo<sup>(269)</sup> o, en general, cuando el acuerdo de fusión o adquisición no se ejecuta. Esta clasificación de *lockups* en *termination fees*, *stock lockup options* y *asset lockup options* ha sido recogida por la mayoría de la doctrina.

La *lockup* puede ser otorgada por la sociedad objetivo en *deals* amigables a fin de asegurar al postor un retorno en la inversión que realiza en evaluar e implementar el *deal* y apartar una inminente interferencia hostil o, también, a fin de inducir posturas competidoras por postores *white knight* en respuesta a ofertas de adquisición hostiles<sup>(270)</sup> (es decir, como tácticas defensivas). En ese sentido, según Kahan y Klausner, las *lockups* pueden ser clasificadas en *second-bidder lockups* y *anticipatory lockups*, donde las primeras son aquellas otorgadas a un postor competidor una vez que la sociedad objetivo ha recibido una postura hostil inicial, mientras que las segundas son aquellas otorgadas en anticipación a una previsible postura hostil. Más aun, estos mismos autores también reconocen la categoría de *first-bidder non-anticipatory lockups*, que son aquellas que se otorgan a un postor amigable cuando una oferta hostil no es ni siquiera previsible (es decir, una medida prospectiva).<sup>(271)</sup>

---

(269) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 250.

(270) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1540.

(271) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1552.

Como explica Ayres, “el término *lock-up* [en inglés, “echar llave”] parece derivar de la noción de que tales acuerdos *lock-out* [en inglés, “dejar afuera”] a otros potenciales postores”.<sup>(272)</sup> Debido a que todo tipo de *lockups* obligan a la sociedad objetivo a entregar al postor favorecido activos de la compañía si un tercero gana la subasta de la compañía, existe la creencia de que las *lockups* disminuyen el valor de la objetivo para dichos terceros y, además, otorgan al postor favorecido una ventaja.<sup>(273)</sup> El debate sobre su regulación gira en torno a dichos argumentos.

Las estructuras más comunes de *lockups* incluyen el otorgamiento al postor favorecido de una opción para adquirir acciones de la sociedad objetivo o determinados activos a un precio favorable y la promesa de una *termination fee* si su oferta pierde. En un acuerdo de adquisición o fusión, puede ser otorgado más de un tipo de *lockup*. Más aun, en los acuerdos de fusión, es posible que ambas partes sean garantizadas con un tipo de *lockup* (*cross lockups*). De acuerdo con las cifras que presentan Coates y Subramanian, en la última década del siglo veinte, las *termination fees* y las *stock lockups* eran las modalidades más usadas (siendo las primeras largamente más populares), mientras que las *asset lockups* parecían haber desaparecido a mediados de dicha década.<sup>(274)</sup>

La práctica ha logrado equiparar, quizás incorrectamente, los términos de *lockup* y *lockup option*. Como se ha mencionado, las *lockup options* son, en cuanto a su tipicidad, opciones de compra otorgadas a un tercero amigable a la administración

---

(272) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 683.

(273) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1742.

(274) COATES, John C. IV y Guhan SUBRAMANIAN. *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 53, Número 2, noviembre de 2000. Publicado por Stanford Law Review, pp. 315-316.

para que, a su solo ejercicio, pueda adquirir parte de los activos o acciones de la sociedad objetivo, volviendo la compra menos atractiva para el adquirente hostil. La opción ha sido recogida en sistemas jurídicos románicos como un contrato preparatorio o preliminar unilateral, en virtud del cual solo una de las partes, el destinatario o acreedor de la opción, tiene el derecho de exigir que se estipule un contrato futuro, mientras la otra parte, la deudora de la opción, queda obligada *ex uno latere*, quedando subordinada a la voluntad de la primera.<sup>(275)</sup> Para el tema de objeto de análisis, conviene precisar, como se ha dicho anteriormente, que la opción puede ser un acuerdo dentro de un contrato mayor.

Es importante resaltar brevemente algunas cuestiones particulares relativas a las *asset lockups* y las *stock lockups*, antes de proseguir con el análisis de legalidad.

### 3.1.3.1. *Stock lockup options*

Como se desarrollará a continuación, la sociedad puede otorgar una *stock lockup* tanto sobre acciones en tesorería como sobre acciones de capital autorizado. Refiriéndose al primer supuesto, Ayres señala que “en un acuerdo de fusión *lock-up*, la oferta pública de un postor está condicionada a que el postor reciba la opción de adquirir acciones en tesorería de la sociedad objetivo a un precio menor al de la

---

(275) FERRI, Luigi. *Lecciones sobre el contrato: curso de derecho civil*. Traducción de *Lezioni sul contratto: corso di diritto civile, seconda edizione, Bologna, Nicola Zanichelli Editore S.p.A., 1982* a la cura de Rómulo Morales Hervias y Leysser León Hilario. Lima: Grijley, 2004, pp. 83-84; MESSINEO, Francesco. *Doctrina general del contrato*. Traducción de *Dottrina Generale del Contratto, Terza edizione, ampliata e in parte rifatta, Milano, Dott. A. Giuffrè Editore, 1948* de R. O. Fontanarrosa, S. Sentís Melendo y M. Volterra. Lima: Ara, 2007, pp. 314-315. Sobre la tipificación de la opción como un contrato véase Código civil peruano de 1984, artículos 1419° - 1424°; Código civil italiano de 1942, artículo 1331 .

oferta”.<sup>(276)</sup> En efecto, una sociedad objetivo puede mantener acciones en autocartera derivada, siempre que se cumplan los requisitos que la legislación societaria exige para permitirla.<sup>(277)</sup> La sociedad (por decisión de sus órganos de administración) podría otorgar libremente a un tercero un derecho de opción para adquirir tales acciones. Téngase en cuenta que, cumpliéndose los requisitos establecidos por ley, es posible que acciones objeto de negociación en un mecanismo centralizado (por antonomasia, una rueda de bolsa) puede ser transado fuera de él,<sup>(278)</sup> por lo cual, si las acciones de la sociedad objetivo estuvieran negociadas en rueda de bolsa, no existiría problema en vender tales acciones por fuera.

Sin embargo, es importante anotar que interesante doctrina afirma que la disposición de las acciones en tesorería debe seguir la misma racionalidad del derecho de suscripción preferente. En consecuencia, la sociedad no podría válidamente otorgar opciones o vender sus acciones en tesorería a un tercero sin hacer efectivo el derecho de preferencia de los propios accionistas.

“[E]l caso de un aumento de capital no es el único del que pueda derivarse una disminución de los derechos políticos y/o económicos de los actuales accionistas. Al analizar el caso de los artículos 104 y 105 de la LGS se ha podido observar que la existencia de autocartera (ya sea directa o indirecta) tiene un efecto directo sobre la participación porcentual de los accionistas. En el caso de la autocartera indirecta ese efecto se da únicamente con respecto al derecho de voto, mientras que en el caso de la autocartera directa el efecto se da tanto con relación a los derechos políticos como a los económicos”.<sup>(279)</sup>

- 
- (276) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 683.
- (277) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 104°.
- (278) Decreto Supremo N° 093-2002-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, artículo 114°.
- (279) ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. *Algunas consideraciones acerca de la disposición de autocartera en la Ley General de Sociedades*. En: *Derecho Societario*. Lima: Asociación Civil IUS ET VERITAS, 2011, p. 149.

Abramovich indica que, según la legislación societaria peruana, la acción con derecho a voto atribuye el derecho a ser preferido para “la suscripción de acciones en caso de aumento de capital y en los demás casos de colocación de acciones”.<sup>(280)</sup> De acuerdo con la interpretación que propone, dichos “demás casos de colocación” se refieren no solo al supuesto de autocartera originaria,<sup>(281)</sup> sino también al supuesto de autocartera derivada. Más aun, sostiene que, incluso de no existir una disposición expresa (como ocurre en España), se podría llegar a la misma conclusión a través de la analogía, de la cláusula normativa general que prohíbe el abuso de derecho o del principio de paridad de trato de los accionistas.<sup>(282)</sup> Sin embargo, también reconoce que la existencia de este derecho de preferencia es más discutible cuando se trata de acciones sin derecho a voto.<sup>(283)</sup>

Asimismo, de acuerdo a lo antes mencionado, la opción también puede otorgarse sobre las acciones emitidas en mérito al capital autorizado (*authorized share capital*). Téngase presente que el concepto de capital autorizado no existe en todos los ordenamientos jurídicos. Sin embargo, un efecto similar puede lograrse en el supuesto en que la junta general haya delegado en el directorio la facultad de acordar uno o varios aumentos de capital hasta una determinada suma<sup>(284)</sup> y que el directorio otorgue a terceros (en este caso, un postor amigable) opción para suscribir acciones dentro del límite delegado.<sup>(285)</sup>

---

(280) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 95°, numeral 4, literal a).

(281) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículos 98° y 99°.

(282) ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. *Algunas consideraciones acerca de la disposición de autocartera en la Ley General de Sociedades*. En: *Derecho Societario*. Lima: Asociación Civil IUS ET VERITAS, 2011, p. 171-173.

(283) ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. *Algunas consideraciones acerca de la disposición de autocartera en la Ley General de Sociedades*. En: *Derecho Societario*. Lima: Asociación Civil IUS ET VERITAS, 2011, p. 178-180.

(284) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 206°, numeral 2.

(285) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 103°.

### 3.1.3.2. *Asset lockup options*

Si bien podría afirmarse que las *asset lockups* han caído en desuso, en comparación con las *stock lockups* y las *termination fees*, resulta conveniente, para fines académicos, completar el análisis de tipicidad de esta táctica. Esto se vuelve importante teniendo en cuenta que han existido importantes casos en la corte de Delaware tales como *Mobil Corp. v. Marathon Oil Co.* (1981) y *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, que han versado sobre *asset lockups*.

Así, debe tenerse en cuenta, desde un punto de vista societario, que la eficacia de una *asset lockup* estará sujeta a que el acuerdo sea celebrado cumpliendo con las limitaciones de monto impuestas a la transferencias de activos sociales. Algunas jurisdicciones reservan a la junta general de accionistas la facultad de acordar la enajenación de activos cuyo valor contable exceda el cincuenta por ciento del capital social.<sup>(286)</sup> En tal caso, la facultad del directorio para otorgar una *asset lockup* podría verse limitada por la competencia que tienen los accionistas para tomar este tipo de decisiones.

Por otra parte, cabe precisar que las *asset lockups* no deben ser confundidas con la denominada *crown jewels defense* o *sale of crown jewels*.<sup>(287)</sup> Esta última es una táctica defensiva en virtud de la cual la sociedad objetivo, frente a una oferta de adquisición hostil real o inminente, transfiere o escinde activos o bloques patrimoniales (líneas de negocios) de singular importancia o atractivo para el oferente hostil. Tales

---

(286) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 115°, numeral 5.

(287) KIRCHNER, Christian y Richard W. PAINTER. *Takeover defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*. En: *The American Journal of Comparative Law*, Volumen 50, Número 3, verano de 2002. Publicado por American Society of Comparative Law, p. 452.

activos o bloques patrimoniales son, metafóricamente, las “joyas de la corona”. Como explica Mascareñas, el efecto de la *crown jewels defense* es volver menos atractiva la sociedad objetivo para el oferente hostil y, en ocasiones, contiene un pacto de retroventa condicionado a que el peligro de la oferta hostil haya pasado.<sup>(288)</sup> Como se ha mencionado, las *asset lockups* son acuerdos de opción y, por tanto, acuerdos preparatorios de compraventa. La *crown jewels defense* constituyen acuerdos o acciones definitivas.

### 3.2. La *passivity rule* como solución legislativa

En el apartado anterior, se ha realizado una presentación sobre los conceptos y las clases de *lockups* y acuerdos de exclusividad que reconoce la doctrina comparada (principalmente del *common law*), y se ha comprobado que estas revisten formas típicas reconocidas por el derecho continental. Corresponde, a continuación proceder con el análisis de su juridicidad, a fin de determinar cuál es el régimen legal óptimo.

Evidentemente, al menos en sede nacional, la primera fuente de derecho es la regulación positiva. Como se describió en el capítulo primero, el artículo 56° inciso c) del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión establece la obligación de los órganos de administración del emisor, desde que toman conocimiento de la eventual formulación de una oferta pública de adquisición, de: (i) “actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competidoras, priorizando en todo momento el interés de los accionistas”; y, (ii) “abstenerse de realizar o concertar cualquier acto que no sea propio del giro ordinario de la sociedad y cuya consecuencia sea perturbar el normal desarrollo de la oferta o

---

(288) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 196.

favorecer a algún ofertante, tales como la emisión de acciones u otros valores, la celebración de contratos de opción o de disposición de activos sociales, entre otros”.<sup>(289)</sup>

La regulación referida en el párrafo precedente, ante todo, es un reconocimiento típico de los acuerdos de exclusividad. Además, expresamente menciona a los contratos de opción (es decir, las *stock lockups* y las *asset lockups*) y la disposición de activos sociales (que parece referirse a la *crown jewels defense* o, en general, a la *scorched-earth defense*).

La norma bajo comentario consagra, por un lado, el deber de neutralidad de la administración frente a los competidores y, por otro, lo que Rojo ha denominado como el “deber de abstención” (muy similar a la anteriormente estudiada *passivity rule*), es decir, una prohibición de realizar o concertar una serie de actos, para cuya delimitación se combina la técnica de la definición de la conducta prohibida con la técnica de la enumeración de los singulares actos prohibidos.<sup>(290)</sup> Según esta norma, entonces, una vez que se ha lanzado una oferta pública de adquisición y durante su vigencia, la administración de la sociedad objetivo está obligada a comportarse neutralmente frente a los competidores y prohibida de celebrar opciones *lockup*, que han sido expresamente previstas, y cualquier otro acuerdo de exclusividad, como podrían ser *performance promises* o *termination fees*, por cuanto estos podrían favorecer a un ofertante. Un acuerdo que se celebre en contravención a ello sería nulo por contener un objeto jurídicamente imposible.

---

(289) Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, Aprueban Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, artículo 56°, inciso c)

(290) ROJO, Ángel. *El acuerdo de aumento de capital de la sociedad anónima*. En: IGLESIAS PRADA, Juan Luis (coordinador). *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*. Tomo II. Reimpresión de este único volumen. Madrid: Civitas, 1997, p. 2368.

Cabe precisar que la prohibición actual se aplica únicamente desde que la administración toma conocimiento de una eventual *lockup*, no antes. En consecuencia, desde un punto de vista regulatorio local, una *lockup* o un acuerdo de exclusividad no se verían afectados si es que se celebran con anterioridad a dicho momento.

### 3.3. Las perspectivas de análisis *ex ante* y *ex post*

La doctrina y la jurisprudencia comparada concuerdan en que las *lockups* son válidas siempre que resulten leales a los intereses de los accionistas; de lo contrario, deben ser declaradas nulas. El método para dicha determinación, como indican Stephen Fraidin y John D. Hanson, varía según la perspectiva que se adopte, sea *ex ante* o *ex post*. En la perspectiva *ex ante*, para determinar la lealtad de una *lockup*, las cortes examinan si la *lockup* coloca a los accionistas en una mejor posición en comparación con el momento anterior al otorgamiento de la *lockup*. Así, desde esta perspectiva, también denominada como “perspectiva del accionista”, existen dos tipos de *lockups*: (i) compensatoria, que coloca al accionista en una posición mejor de la que habrían tenido de no existir la *lockup*; (ii) supracompensatoria, que otorga al receptor de la *lockup* una indemnización excesiva, colocando a los accionistas en una peor posición *ex ante*.<sup>(291)</sup> El enfoque *ex ante* fue adoptado por primera vez por la corte de Delaware en el caso *Revlon v. MacAndrews*, el cual será analizado posteriormente.

Desde la perspectiva *ex post* o perspectiva del postor, por el contrario, se examina el efecto de la *lockup*, luego de que esta es otorgada, en la valorización de la

---

(291) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p.1745.

objetivo por el beneficiario de la *lockup* y un potencial tercero: una *lockup* que permite que existan postores con valorizaciones más altas (*non-foreclosing lockup*) no podría estar protegiendo un acuerdo desleal del directorio de la objetivo con el postor que recibe la *lockup*. Entonces, desde esta perspectiva, se reconoce dos tipos de *lockups*: las *non-foreclosing*, que no influyen en quién gana la subasta, y las *foreclosing*, que precluyen a postores con mayor valorización.<sup>(292)</sup> Este es un enfoque esencialmente teórico que tiene por principales exponentes a Ian Ayres y a Stephen Bainbridge, cuyos trabajos serán reseñados y comentados más adelante.

Antes, de entrar al estudio de las perspectivas *ex ante* y *ex post*, se ofrecerá a continuación un panorama sobre los estándares de revisión de las *lockups* empleados por las cortes de Delaware antes de que tales perspectivas fueran formuladas. Estos estándares son, básicamente, los ya conocidos *business judgment rule* y *entire fairness test* y los métodos clásicos de revisión judicial.

### 3.4. Métodos clásicos de revisión judicial de los acuerdos de exclusividad

Para el examen de *lockups* y los acuerdos de exclusividad, las cortes aplicaron un estándar muy parecido a la *business judgment rule* combinada con el *primary purpose test*. El postor competidor demandante tenía que demostrar que el interés personal o la mala fe de los administradores motivaron el otorgamiento de la *lockup*. Si no lograba demostrarlo, las cortes protegían la decisión de la administración con la *business judgment*. Si lo lograba, las cortes requerían a los directores demostrar que la operación era justa y razonable para la compañía (el *substantive fairness*). Sin

---

(292) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p.1747.

embargo, las cortes se negaban a aceptar que la existencia de motivos inadecuados solamente porque la administración iba a permanecer en sus cargos si el postor favorecido prevalecía.<sup>(293)</sup> El postor competidor, por tanto, tenía muchas dificultades para demostrar el interés personal o la mala fe de los administradores. Claramente, el criterio era poco más que inútil por cuanto la administración podría siempre encontrar y argumentar un motivo de discrepancia con un potencial adquirente a fin de otorgar una *lockup* a un postor favorable a sus propios intereses y las cortes tendieron a declarar la validez de la *lockup*

Además, de acuerdo con Coates y Subramanian, el *entire fairness test*, era un examen muy exigente y, por tanto, opuesto a la *business judgment rule*. Bajo este estándar, la administración tenía la carga de la prueba en mostrar que las operaciones “con uno mismo” o *self-dealing* (tales como los *management buyouts*) reflejan tanto un proceso justo como un precio justo.<sup>(294)</sup> Como indica Payet, cuando se demuestra la existencia de un conflicto de interés, corresponde que las cortes se aparten de la *business judgment rule* y juzguen la actuación del directorio buscando una equidad total de la operación para los accionistas (de ahí el nombre *entire fairness*), según la cual no solo importa la buena fe y la adecuada información, sino si la decisión es justa en sí misma.<sup>(295)</sup> Este criterio fue desarrollado en *Weinberger v. UOP, Inc.*<sup>(296)</sup> y es el criterio de revisión de las denominadas *freezeout mergers*.<sup>(297)</sup>

- 
- (293) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 293-295
- (294) COATES, John C. IV y Guhan SUBRAMANIAN. *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 53, Número 2, noviembre de 2000, p. 319.
- (295) PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPAs hostiles y medidas de protección*. En: *IUS ET VERITAS*, Año XII, Número 23, diciembre de 2001, pp. 120 y ss.
- (296) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).
- (297) GILSON, Ronald J. y Bernard BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. Westbury, New York: The Foundation Press, 1995, p. 1269 y ss.

La *business judgment rule* y el *entire fairness test* son estándares que evalúan, en general, el comportamiento del directorio y que fueron adaptados para examinar en general las tácticas defensivas antes adquisiciones y han sido desarrollados con amplitud en el primer capítulo. Las cortes, según explica Bainbridge utilizaron también otros dos métodos para evaluar particularmente los acuerdos de exclusividad (incluyendo las *lockups*).

El primer método verificaba si el directorio, teniendo en cuenta sus deberes fiduciarios, tenía facultades para vincular a la sociedad en *performance promises* o *termination fees*, antes de que la junta general de accionistas tomase un acuerdo sobre la fusión. El segundo método asumía la existencia de dichas facultades y se enfocaba en determinar si el directorio había seguido procedimientos apropiados antes de celebrar un acuerdo de exclusividad. Este segundo método también se empleó para evaluar la consistencia jurídica de las *lockups*.<sup>(298)</sup> A continuación, se presentará cada uno de dichos métodos.

#### 3.4.1. El acuerdo de fusión exclusiva como un contrato vinculante

Con relación al primer método, durante la década de 1980, las cortes de los Estados Unidos de América intentaron determinar si un acuerdo de exclusividad (sea una *performance promise* o una *termination fee*) podía vincular a la administración de la sociedad objetivo incluso en caso que, por ejemplo, un postor competidor presentara una oferta más conveniente o que cualquier circunstancia cambiara de modo tal que entrar en una fusión y/o adquisición con el postor original ya no resultara conveniente para los intereses de los accionistas de la objetivo. Era legítimo

---

(298) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 252.

cuestionar si tal contrato era vinculante teniendo en cuenta que podría celebrarse en contravención de los deberes fiduciarios. En los sistemas pertenecientes a la tradición jurídica romanista, un contrato con objeto jurídicamente imposible o celebrado con fin ilícito es nulo.

Ciertamente, podía ocurrir que el mencionado acuerdo de exclusividad contuviera una cláusula *fiduciary out*, según la cual tanto la administración de la objetivo como el postor original acordasen que el acuerdo de exclusividad no relevaría a la administración del cumplimiento de sus deberes fiduciarios frente a los accionistas.<sup>(299)</sup> En este caso, no habría duda que, en caso de presentarse una mejor oferta o modificarse cualquier circunstancia de negocios, el directorio de la objetivo estaría facultado contractualmente a solicitar la renegociación del acuerdo de exclusividad o, incluso, resolverlo sin responsabilidad civil alguna.

La discusión aparecía cuando una *fiduciary out* no había sido estipulada en el acuerdo de exclusividad. Así, la Corte Suprema de Colorado, en *Great Western Producers Cooperative v. Great Western United Corp.* -en donde las condiciones de negocios cambiaron desde la celebración del acuerdo de exclusividad<sup>(300)</sup>-, y la Corte Suprema de Nebraska, en *ConAgra, Inc. v. Cargill, Inc.* -en donde un tercero ofreció una mejor oferta que la del postor inicial<sup>(301)</sup>-, determinaron que los directores de la objetivo debían reevaluar su oferta inicial y, ejerciendo su juicio independiente de buena fe y cumpliendo con sus deberes fiduciarios, recomendar el curso de acción que consideraran más beneficioso para el interés de los accionistas.

---

(299) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 257.

(300) *Great Western Producers Cooperative v. Great Western United Corp.*, 200 Colo. 180, 613 P.2d 873 (1980).

(301) *ConAgra, Inc. v. Cargill, Inc.*, 222 Neb. 136, 382 N.W.2d 576 (1986) (per curiam).

Por el contrario, en *Smith v. Van Gorkom*, aunque como un tema tangencial, la Corte Suprema de Delaware rechazó el criterio precedente e, iendo incluso más lejos, señaló que ni siquiera una *fiduciary out* (que, en este caso, establecía que el directorio de la objetivo “podría tener una obligación fiduciaria concurrente frente a los accionistas bajo ciertas circunstancias”) podía ser interpretada como el derecho de aceptar una mejor oferta de un tercero, pues lo que importaba era el cumplimiento del directorio del deber de informarse.<sup>(302)</sup> En el mismo sentido, en sucesivas decisiones de Delaware, tales como la famosa *Paramount Communications v. Time, Inc.*, la corte terminó aceptando que el directorio de la objetivo puede legalmente obligarse en un acuerdo de exclusividad si cumple con sus deberes fiduciarios en el momento de la celebración del acuerdo.<sup>(303)</sup> Los criterios de *Van Gorkom* y *Time* conforman, al fin y al cabo, el segundo método que se reseñará a continuación.

#### 3.4.2. El enfoque en el deber de cuidado

Otras cortes asumieron que los acuerdos de exclusividad son válidos siempre que el directorio cumpla con el deber de cuidado al momento de decidir entrar en el acuerdo. Dichas cortes se enfocaron, entonces, en el proceso de formación del contrato. Como se sabe, la *business judgment rule*, mediante una presunción de que la administración de la objetivo actuaba de manera informada, de buena fe y con conocimiento honesto de que la acción tomada era en el mejor interés de la compañía, la protegía de responsabilidad con relación a sus decisiones de negocios.

---

(302) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

(303) *Paramount Communications v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140

Pues bien, en *Smith v. Van Gorkom*, la Corte Suprema de Delaware negó a los directores de la objetivo la protección de la *business judgment rule* basándose en las deficiencias del proceso mediante el cual el directorio se informó antes de tomar la decisión de suscribir el acuerdo de exclusividad y otorgar una *lockup*.<sup>(304)</sup> En este caso, Jay Pritzker, de Marmon Group, Inc., negoció con Jerome W. Van Gorkom, Presidente Ejecutivo de Trans Union Corporation, un acuerdo de fusión, con términos favorables para el primero. En su reunión inicial, Van Gorkom solicitó a Pritzker adquirir la compañía por US\$ 55 por acción y le explicó cómo podría financiar la adquisición a ese precio. En efecto, Pritzker propuso una oferta inicial de \$ 55 por acción para adquirir Trans Union.

Van Gorkom, a fin de asegurarse que dicho monto era la mejor oferta posible, solicitó que Trans Union debería poder aceptar cualquier mejor oferta. Pritzker accedió a ello únicamente bajo la condición de que Trans Union le permita comprar acciones en tesorería de Trans Union a un precio de mercado, las cuales él podría vender luego a un postor con una oferta mayor. Si bien esta no constituye estrictamente una *lockup option*, Ayres indica que su efecto es esencialmente el mismo. La fusión se estructuró como una *leveraged buy-out*. Cabe señalar que el precio de US\$ 55 estaba por encima al precio de mercado que era de US\$ 38 por acción. Sin embargo, ningún estudio financiero externo fue realizado para valorizar la compañía. Ni el estudio ni las condiciones del acuerdo de fusión fueron puestas a disposición del directorio; no obstante, este último aprobó la operación en apenas dos horas.

Como resultado, los accionistas demandaron ante la corte que el directorio había incumplido su obligación de informarse suficientemente. La corte señaló que el

---

(304) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 867-868 (Del. 1985).

deber de cuidado exige a los directores informarse a sí mismos de toda la información material razonablemente disponible para ellos. Los directores de Trans Union habían incumplido ese deber, pues, en lugar de revisar y obtener documentación e información, especialmente la relativa a la formación del precio y el rol de Van Gorkom en la venta de la compañía, habían confiado en las exposiciones orales de Van Gorkom. Frente a los argumentos de defensa de los directores, la corte determinó que el *fiduciary out* del acuerdo original (véase *supra* § 3.4.1 *in fine*) no le permitía a los directores resolver unilateralmente el acuerdo de fusión si se formulaba una mejor oferta, que las modificaciones al acuerdo de fusión original tampoco le permitían una adecuada búsqueda de ofertas competidoras (el llamado *market test*) y que el comportamiento del directorio había esterilizado el proceso de ofertas de adquisición.

De igual modo, en *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.*,<sup>(305)</sup> la corte, aplicando las leyes del estado de New York, empleó los estándares de *Smith v. Van Gorkom* para determinar si la decisión del directorio de otorgar una *lockup* había sido adoptada informadamente. La corte, admitiendo que era posible otorgar una *lockup* a un precio suficientemente bajo como para atraer potenciales (o esquivos) postores, indicó que el directorio debía realizar un análisis a profundidad. Como mínimo, debería contarse con un estudio realizado por un experto financiero independiente y un acta de directorio reflejando una extensa discusión<sup>(306)</sup>, métodos a los cuales llamó “pasos profilácticos”. En ese caso, la corte criticó duramente el uso de una *lockup* para poner fin a una competencia de posturas.<sup>(307)</sup>

---

(305) *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.*, 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986).

(306) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 270.

(307) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 295.

### 3.5. La perspectiva *ex ante*: el deber de subastar el control en la jurisprudencia de Delaware

Ciertamente, los métodos tradicionales de revisión judicial reseñados brevemente en el apartado anterior resultaban insuficientes. Dicha insuficiencia radica, esencialmente, en el hecho de que tales enfoques no toman en cuenta un problema esencial en los procesos de adquisición de empresas: los costos de agencia y los conflictos de interés que, como se ha señalado en el primer capítulo, existen en todas las adquisiciones negociadas y no garantiza que el directorio lleve a cabo, por ejemplo, un diligente y desinteresado proceso de información como el que prevé *Van Gorkom*.

Precisamente, la tesis principal de Bainbridge es que, siendo claro que los deberes fiduciarios de la administración consisten básicamente en “tomar decisiones basadas en un juicio independiente y libre de perjuicios en atención al mejor interés de los accionistas”, una revisión judicial de sus decisiones debe verificar si los intereses de la administración han interferido de algún modo en los de los accionistas en la adopción de la decisión y que la única manera de restringir un comportamiento interesado por parte de los administradores es una competencia de posturas.<sup>(308)</sup>

Bainbridge sostiene que ningún otro mecanismo es lo suficientemente efectivo para detener un comportamiento interesado de la administración. La exigencia de la aprobación de la operación por los directores independientes o los accionistas, la posibilidad de que ocurra una adquisición luego de la fusión o la revisión judicial con los métodos anteriormente expuestos no constituyen desincentivos eficaces a una actuación desleal de los administradores.

---

(308) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 271-272.

Tanto *Van Gorkom* como *Hanson Trust* empezaron a trazar el camino del reconocimiento de la importancia de la competencia.<sup>(309)</sup> En *Unocal*, la corte prescribió, como se recuerda, el famoso test de proporcionalidad, bajo el cual exigió, además de la buena fe y la investigación razonable del *primary purpose test*, demostrar otros requisitos: (i) que su medida defensiva era permitida por la ley (es decir, que use instrumentos permitidos por el derecho); (ii) que no había sido adoptada sola o principalmente para perpetuar a la administración; y, lo más importante, (iii) que la medida era razonable con relación a una amenaza.

Sin embargo, *Unocal* no solucionaba el supuesto en que la venta de la sociedad era inevitable, es decir, en el que la adquisición dejaba de ser una amenaza para convertirse en una probabilidad más que segura. El desarrollo a favor de la competencia entre postores llegó a un importante pico con *Revlon*, que fue el primero caso que ordenó expresamente la existencia de un deber de subasta, según se desarrollará a continuación.

### 3.5.1. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*

*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*,<sup>(310)</sup> fue una decisión de gran importancia de la Corte Suprema de Delaware en materia de adquisiciones hostiles. El CEO de Pantry Pride, Ronald Perelman, se aproximó a Revlon, para proponer una transacción negociada sugiriendo que, de no aceptarse esta, lanzaría una oferta hostil, a un precio de entre US\$ 42 y US\$ 45 por acción. El directorio de

---

(309) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 295.

(310) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

Revlon rechazó la transacción negociada, pues la adquisición iba a ser financiada con *junk bonds* (bonos de muy alto riesgo o “bonos basura”) y resultaría en la disolución de la compañía.

Para evitar el éxito de la oferta hostil, el directorio de Revlon implementó medidas *antitakeover*. Así, se aprobó un plan de derechos (*Note Purchase Rights Plan*, una variación de la clásica *poison pill*) por el cual Revlon canjeaba 10 millones de acciones en circulación por instrumentos de deuda subordinada (notas) de propia emisión y acciones preferentes convertibles a un valor de US\$ 100 por acción. Estas notas contenían *covenants* que restringían la capacidad de Revlon para contraer deuda, vender activos o pagar dividendos sin la aprobación de los directores independientes.

De acuerdo con lo previsible, Pantry Pride lanzó su oferta hostil para adquirir cualquiera o todas las acciones de Revlon a un precio de US\$ 47.50, condicionado a su capacidad para obtener financiamiento y a la redención de la *poison pill* aprobado por Revlon. La *pill* de Revlon se activó y su directorio calificó la oferta de Pantry Pride como inadecuada e insuficiente y recomendó a sus accionistas a acogerse a su plan de derechos. El programa de recompra de Revlon fue más que exitoso y frustró la oferta de Pantry Pride. En las semanas siguientes, Pantry continuó elevando el precio de su oferta, siendo rechazada en sendas oportunidades.

Mientras tanto, el directorio de Revlon había entrado en conversaciones con Forstmann Little & Co a fin de negociar una compra apalancada como alternativa a la adquisición por Pantry Pride, en las que se acordó un precio de US\$ 56 por acción. Se estaba negociando una adquisición combinando estructuras LBO (*leveraged buy-out*) y

MBO (*management buy-out*), por la cual los administradores de Revlon y Forstmann constituirían una sociedad que se financiaría con deuda para adquirir Revlon y, luego de ello, se fusionaría con esta formando una nueva sociedad con una ratio de endeudamiento (*debt/equity*) muy alta. La deuda sería pagada por la nueva Revlon mediante la venta de sus subsidiarias. Los términos del acuerdo incluían renunciaciones a los *covenants* de la emisión previa de notas. El anuncio de estos acuerdos provocó la ira y amenazas de litigio de los tenedores de notas.

Seguidamente, Pantry Pride anunció el precio de su oferta en US\$ 56.25 por acción y que superaría cualquier oferta subsiguiente. Ante esto, Forstmann exigió determinadas garantías y, en menos de una semana, Revlon y Forstmann llegaron a un acuerdo por el cual Forstmann pagaría US\$ 57.25 por acción condicionada al otorgamiento de una *asset lock-up*, que se activaría en caso de que cualquier otro adquirente obtenga acciones representativas de más del 40% del capital social de Revlon. Esta opción permitiría comprar las unidades de negocio Vision Care y National Health Labs a un precio de apenas US\$ 525 millones, oscilando su verdadero valor entre US\$ 625 y US\$ 700 millones. Otras garantías incluían una *termination fee* de US\$ 25 millones, una provisión restrictiva de *no-shop*, que impedía al directorio de Revlon negociar con Pantry Pride o con cualquier otro postor rival, salvo en circunstancias muy específicas, la redención del *poison pill* y la resolución de los *covenants* en las notas emitidas.

El histórico litigio comenzó cuando Pantry Pride elevó su oferta a US\$ 58 por acción y, al mismo tiempo, presentó una demanda ante los tribunales, solicitando medidas cautelares para declarar la invalidez de la opción *asset lock-up* sobre los activos de Revlon, la cláusula *no-shop*, la *termination fee* y el *Rights Plan*. Sostuvo que

el directorio había incumplido sus deberes fiduciarios al impedir que los accionistas de Revlon pudiesen beneficiarse de su oferta, que tenía un precio más alto.

La Corte Suprema de Delaware indicó que “una *lock-up* no es *per se* ilegal bajo el Derecho de Delaware. Su uso ha sido aprobado en un caso anterior. *Thompson v. Enstar Corp., Del. Ch., ---A.2d --- (1984)*. Tales opciones pueden estimular a otros postores a entrar en un concurso por el control de la sociedad, creando una subasta para la compañía y maximizando la ganancia de los accionistas. Las condiciones económicas actuales en el mercado de la toma de control puede ser tales que un ‘caballero blanco’ como Forstmann pueda solo entrar en el concurso por la compañía objetivo si recibe alguna forma de compensación para cubrir los riesgos y costos involucrados”.<sup>(311)</sup> Ahora, con relación a la *lockup* de Revlon, la corte sostuvo que “la decisión del directorio de Revlon que permitía a la administración negociar una fusión o una adquisición [*buyout*] con un tercero era un reconocimiento de que la compañía se encontraba en venta. El deber del directorio había entonces cambiado de la preservación de Revlon como una entidad corporativa a la maximización del valor de la compañía en una venta para el beneficio de los accionistas”.

En resumen, la conclusión a la que llegó la corte en *Revlon* fue la siguiente:

“El directorio de Revlon se enfrentó a una situación usual en la actual ola de adquisiciones corporativas. Un resuelto postor hostil buscó adquirir la compañía a un precio que el directorio consideraba inadecuado. Las tácticas defensivas iniciales trabajaron para el beneficio de los accionistas y así el directorio pudo cumplir sus cargas probatorias bajo *Unocal* para justificar dichas medidas. Sin embargo, al otorgar una *asset lockup option* a Forstmann, debemos concluir que bajo todas las circunstancias los directores permitieron que consideraciones distintas a la maximización del beneficio de los accionistas afectaran su juicio y siguieron un curso de acción que acabó con la subasta de Revlon, en detrimento último de sus accionistas, de no ser por la intervención

---

(311) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 183 (Del. 1986)

de la corte. Ninguna medida defensiva puede ser validada cuando representa un incumplimiento del fundamental deber de cuidado de los directores. Véase *Smith v. Van Gorkom, Del.Supr., 488 A.2d 858, 874 (1985)*. En ese contexto, la acción del directorio no tiene derecho a la deferencia de la *business judgment rule*.<sup>(312)</sup>

De lo establecido por la corte, en primer lugar, ni la *poison pill* ni la recompra de acciones por parte de Revlon pueden, considerarse como un incumplimiento del deber de cuidado, entendiendo este como un deber de maximización de valor, pues, precisamente, era una respuesta al precio tan bajo de la oferta inicial de Pantry Pride. Por lo general, sin embargo, las *poison pills* deben ser redimidas por el directorio una vez que la oferta sea adecuada y no coercitiva, pues pierde la razonabilidad de *Unocal*.

Los problemas surgen cuando, en un segundo lugar, se analiza la situación que se generó existiendo dos ofertas con precios adecuados. Aquí, la opción *lockup* fue considerada por la Corte como un incumplimiento de los deberes fiduciarios por parte de los directores de Revlon.<sup>(313)</sup> Fue un incumplimiento del deber de cuidado (generación de valor) de la compañía y de los accionistas porque al último precio ofrecido por Pantry Pride, ya no había amenaza para Revlon de ser adquirida a un precio insuficiente: la oferta lanzada era adecuada y no coercitiva. Además, la compañía iba a ser fusionada, cualquiera que hubiere sido el adquirente. También fue un incumplimiento del deber de lealtad (redistribución de valor) a los accionistas, porque los directores no pueden favorecer a su administración en la provisión de información y en la negociación para vender la compañía en nombre de los accionistas. Además, tanto las ofertas de Pantry Pride como la de Forstmann

---

(312) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 185 (Del. 1986)*

(313) PERRY, Martin K. *The lessons of the example*. Presentación para el dictado del curso *Corporations, Bankruptcies, and Takeovers* en The State University of New Jersey - Rutgers. En: <http://econweb.rutgers.edu/perry/>

descansaban en una compra apalancada, cuyo efecto iba a ser el endeudamiento de Revlon, pero un *cash-out* a favor de los accionistas.

En *Revlon*, siguiendo el razonamiento de la corte, no se aplica la *business judgment rule*, porque es claro que, en una circunstancia como esta, la compañía iba a ser indefectiblemente vendida, pues existían dos oferentes o *outsiders* que ofrecían un precio adecuado. Por el contrario, existe un nuevo deber, que complementa a los deberes de cuidado y de lealtad, construido a partir del *case law* y denominado “deber Revlon”: cuando es inevitable que la sociedad objetivo va a ser vendida, el directorio tiene el deber de llevar adelante una subasta justa buscando maximizar el precio a ser recibido por los accionistas.

Entonces, si la administración otorga en el marco de una subasta un tratamiento más favorable a un postor en particular, dicho tratamiento debe ser evaluado con el estándar de *Unocal* a fin de determinar si se ha incumplido un deber fiduciario: solo si pasa con éxito dicho examen, entonces tendrá la protección de la *business judgment rule* (la regla de Bradbury, según se ha desarrollado *supra* § 1.6.3). La corte continuó indicando que algunas *lockups* podían resultar beneficiosas para los accionistas (aquellas que estimulan a un postor a competir por el control), mientras que otras podían resultar perjudiciales (aquellas que evitan que nuevos postores compitan con el postor favorecido),<sup>(314)</sup> donde las primeras pasarán el examen bajo el estándar de *Unocal* y las segundas no (así puede percibirse la esencia del enfoque *ex ante*). Al final, la corte invalidó la *lockup* bajo la consideración de que había sido otorgada a cambio de un aumento de apenas US\$ 1 (de la oferta de US\$ 56.25 de Pantry Pride antes de la *lockup* a la oferta de US\$ 57.25 de Forstmann luego de la

---

(314) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 183 (Del. 1986)

*lockup*) en el precio para los accionistas y a pesar de la afirmación de Pantry Pride de superar cualquier postura de Forstmann. Para la corte, entonces, la *lockup* no pasó el examen de *Unocal*.

Sin embargo, siguiendo a Fraidin y Hanson en su crítica a la decisión en *Revlon*, tales situaciones precisamente justificarían el otorgamiento de la *lockup* en el caso concreto. La corte no tomó en cuenta que el incremento de US\$ 1 había ocurrido luego de varias rondas de posturas de modo tal que dicho incremento era sustancial. Del mismo modo, la afirmación de Pantry Pride de superar cualquier postura generó razonablemente en Forstmann la expectativa de que iba a perder la competencia. De no haber existido la *lockup*, Forstmann se habría retirado y Revlon habría sido vendida en no más de US\$ 56.25 por acción.<sup>(315)</sup>

Cabe señalar, como indica Bainbridge, que algunos expertos han sostenido que los criterios de diferenciación entre *lockups* válidas e inválidas pueden resultar muy tenues y poco útiles en algunos casos: así una *lockup* diseñada para promover una postura, también puede ponerle fin a la subasta. En consecuencia, es necesario interpretar **qué es lo que debe y no debe hacer la administración de la sociedad** según *Revlon* para poder pasar el examen. Una primera interpretación de *Revlon* es que las *lockups* y acuerdos de exclusividad que impiden a un tercero diferente al postor favorecido adquirir la objetivo deben ser declaradas inválidas. Otra interpretación es que, si tales medidas son adoptadas luego de varias rondas de posturas, deben ser declaradas válidas. Finalmente, dado que ninguna de las anteriores interpretaciones parece plausible, la corte parecería más bien querer decir

---

(315) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1754-1755.

que si la administración ha obtenido un considerable beneficio del postor favorecido a cambio de la *lockup*, entonces dicha medida debe ser invalidada.<sup>(316)</sup> Como ya se ha sostenido, *Revlon* reconoce que todas estas actuaciones deben ser examinadas bajo *Unocal* y la doctrina ha propuesto una adaptación de *Unocal* a las necesidades de un escenario de subasta.

No obstante, la discusión es más difícil cuando se trata de determinar **en qué supuesto se activan los deberes** (y, consecuentemente, el estándar) que prevé *Revlon*, pues la propia decisión de la corte no fue suficientemente clara. En cualquier caso, no puede aplicarse dicho estándar a todo tipo de adquisiciones, pues ello significaría que la administración de la sociedad tendría que ofrecer en subasta la compañía antes de celebrar cualquier acuerdo de venta.

Durante mucho tiempo, las cortes de Delaware sostuvieron que el deber de subastar se activaba si la operación implicaba un cambio de control (criterio presentado *supra* § 1.6), sea que este último sea el resultado de una activa subasta, un *management buyout* o una reestructuración mediante una *recapitalization*<sup>(317)</sup> (en ese sentido, por ejemplo, *Macmillan*). Tales decisiones judiciales usualmente eran tomadas en el contexto de *recapitalizations* defensivas (las que utilizaban *poison pills* para proteger la operación de reestructuración de un adquirente hostil). En ese sentido, el sector de la doctrina que se oponía a las *lockups* y los acuerdos de exclusividad sostenía que, así como *Revlon* prohíbe que el directorio de una objetivo utilice una *poison pill* para forzar a los accionistas a aceptar una *recapitalization* defensiva, *Revlon* también debería prohibir que el directorio de la objetivo utilice

---

(316) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 300-301.

(317) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 303-304.

*lockups* y acuerdos de exclusividad para forzar a los accionistas a aprobar una adquisición negociada.<sup>(318)</sup>

Sin embargo, aún no había respuesta definitiva a la pregunta sobre si los deberes Revlon debían extenderse a todo tipo de adquisición negociada, con lo cual era esperable que muchas administraciones y asesores legales optaran por posiciones conservadoras y, ante la incertidumbre, prefirieran incluso llevar a cabo una subasta de la sociedad antes de celebrar un acuerdo con un posible adquirente amigable. Fue *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* quien ayudó –en algo– a corregir dicha carencia de certeza.

### 3.5.2. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*

Desde 1983 y 1984, Time había estado considerando expandir las operaciones de la compañía a la industria del entretenimiento. Time desarrollaba el negocio tradicional de publicación de revistas y libros, proveía televisión por cable a través de Home Box Office, Inc. (HBO) y Cinemax y operaba franquicias de televisión por cable a través de su subsidiaria American Television and Communication Corporation. Luego de una reunión de aproximación en la primavera de 1987 entre Time y Warner Communications, Inc., el directorio de Time se reunió el 21 de julio de 1988 para discutir sobre la expansión de Time a escala global y, luego de una presentación por parte de la gerencia de los perfiles de Warner, Disney, 20th Century Fox, Universal y Paramount, dio su aprobación para continuar discusiones con Warner sobre una fusión, sin que dicha elección sea definitiva. La idea del directorio era que Time controlara la persona jurídica resultante, en aras de preservar su integridad

---

(318) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 305-306.

periodística. Además, el directorio discutió sobre la conveniencia de adoptar medidas defensivas a fin de evitar que se considere que Time estaba *en venta*.

El 3 de marzo de 1989, el directorio de Time aprobó por unanimidad (habiendo faltado únicamente un director) una fusión *stock-for-stock* con Warner. Warner se fusionaría con una subsidiaria totalmente de propiedad de Time siendo Warner la sociedad absorbente. Entonces, las acciones comunes de Warner se convertirían en acciones comunes de Time a la tasa acordada. Luego, la denominación de Time cambiaría a Time-Warner, Inc. Los accionistas de Warner serían titulares del 62% de las acciones representativas del capital de Time-Warner. En esa misma sesión, Time aprobó varias medidas defensivas: (i) Time celebró un acuerdo de intercambio de acciones con Warner, en virtud del cual, a opción de cualquiera de las partes, Time recibiría 17'292,747 acciones representativas del capital de Warner, mientras que Warner recibiría 7'080,016 acciones representativas del capital de Time; (ii) Time buscó y pagó celebrar *confidence letters* con varios bancos, en los cuales estos se obligaban a no financiar ningún intento de un tercero de adquirir Time (*bankmail*); (iii) Time también acordó una cláusula *no-shop*, en virtud de la cual Time se obligaba a no considerar ninguna propuesta alternativa.<sup>(319)</sup>

Paramount Communications, Inc. era una compañía listada de Delaware con sede principal en New York. El 7 de junio de 1989, Paramount anunció su oferta para adquirir en efectivo la totalidad de las acciones representativas del capital de Time a US\$ 175 por acción. El directorio de Time consideró y rechazó la idea de adquirir Paramount mediante una *pac-man defense* y también analizó otras medidas tales como una *recapitalization*, la adquisición de otra compañía o un cambio material en la

---

(319) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 571 A.2d 1140, 1146 (Del. 1989)

estructura de capital o en la política de dividendos. Finalmente, Time rechazó formalmente la oferta de Paramount y renegoció el acuerdo de fusión con Warner: Time adquiriría el 51% de las acciones representativas del capital de Warner por US\$ 70 por acción y el restante 49% sería adquirido posteriormente con efectivo y acciones a un valor de US\$ 70 por acción. El 23 de junio de 1989, Paramount elevó su oferta a US\$ 200 por acción, la cual fue rechazada por el directorio de Time.<sup>(320)</sup> Entonces, unos accionistas de Time presentaron una pretensión *Revlon* (a la que luego se unió Paramount), según la cual el acuerdo de fusión de marzo de 1989 activó los deberes *Revlon*. Paramount, por su lado, presentó una pretensión bajo *Unocal*, argumentando que el directorio de Time no tenía motivos razonables para creer que Paramount había desplegado una amenaza para los accionistas de Time y para la política corporativa de Time y también que la respuesta de Time no era razonable.

Con relación a la pretensión *Revlon*, la Court of Chancery sostuvo que el acuerdo original de fusión Time-Warner no implicaba un cambio de control y, por tanto, no activaba los deberes *Revlon*.

“Seguramente bajo algunas circunstancias una fusión stock-for-stock podría reflejar una transferencia de control corporativo. Ese, por ejemplo, sería básicamente el caso si Warner fuera una empresa privada. Pero donde, como aquí, las acciones de ambas sociedades participaciones están ampliamente difundidas, puede esperarse que el control corporativo no se vea afectado por una fusión *stock-for-stock* [...] El control de ambas [firmas] permaneció en un gran, fluido, intercambiable y cambiante mercado [...]

Los accionistas de Time habrían ‘sufrido’ dilución, por supuesto, pero sufrirían el mismo tipo de dilución con la distribución pública de nuevas acciones”.<sup>(321)</sup>

---

(320) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 571 A.2d 1140, 1147-1148 (Del. 1989)

(321) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,514, at 93, 279-280 (Del. Ch. July 14, 1989), *aff'd*, 571 A.2D 1140 (Del. 1989). Citado por:

El criterio de la existencia de cambio de control para activar los deberes *Revlon*, tal como fue entendido por la Court of Chancery en *Time*, abría varias preguntas. Así, por ejemplo, ¿*Revlon* se activaba en las fusiones negociadas en las que los accionistas de la objetivo reciben únicamente efectivo o instrumentos de deuda a cambio de sus acciones? ¿Hay cambio de control en las *triangular mergers* (sea *forward triangular merger* o *reverse triangular merger*), en las que la objetivo acaba como una subsidiaria totalmente de propiedad de la adquirente? Cuando, en cualquier caso, el postor favorecido es una sociedad listada, podría argumentarse que el control último reposa en manos de un conglomerado de inversionistas tanto antes como después de la adquisición<sup>(322)</sup> y que, por tanto, no se activa *Revlon*.

De igual modo, la afirmación de la Chancery Court en el sentido de que los accionistas de *Time* habían sido únicamente diluidos permitiría interpretar, *contrario sensu*, que los deberes *Revlon*, en cambio, se activan solo cuando el accionariado cambia totalmente (*buy-out*). Esta interpretación, sin embargo, sería incorrecta, pues bastaría que la operación se diseñe como una fusión *stock-for-stock* (en lugar de una *triangular merger* o una fusión de dos partes con contraprestación de efectivo o instrumentos de deuda) para evadir el deber *Revlon*<sup>(323)</sup>

Por su parte, la Corte Suprema, refiriéndose a la decisión de la Chancery Court, afirmó que el criterio del cambio de control era “correcto desde un punto de vista jurídico”. Sin embargo, añadió un criterio aún más confuso, plasmado en las siguientes líneas:

---

(322) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 310.

(323) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 311.

“Bajo la ley de Delaware, hay, hablando genéricamente y sin excluir otras posibilidades, dos circunstancias que pueden implicar deberes *Revlon*. La primera, y más clara, es cuando una sociedad inicia un activo proceso de subasta buscando venderse o realizar una reorganización del negocio que involucre un claro *break-up* de la sociedad. Sin embargo, los deberes *Revlon* pueden ser también activados cuando, en respuesta a la oferta del postor, una sociedad abandona una estrategia a largo plazo y busca una transacción alternativa que involucre el *breakup* [sic] de la sociedad”.<sup>(324)</sup>

De acuerdo con la Corte Suprema de Delaware, si la decisión del directorio es únicamente una medida defensiva y no un abandono de la existencia continuada de la compañía, los deberes *Revlon* no se activan, aunque los deberes *Unocal* resultan aplicables.<sup>(325)</sup> La infortunada posición de la Corte Suprema de Delaware, que debió haber aclarado el tema, arroja más inquietudes aún. Si el criterio del cambio de control es “correcto desde un punto de vista jurídico”, entonces ¿es ese el criterio jurisprudencial definitivo? O, por el contrario, ¿*Revlon* se activa únicamente cuando el *break-up* de la objetivo es parte de la operación? (elemento en común en los dos supuestos que cita la Corte Suprema) En este último caso, ¿qué significa *break-up*? Bainbridge opina que dicho término alude a las adquisiciones que se financian con instrumentos de deuda, la cual se termina pagando con venta de activos de la compañía.<sup>(326)</sup> Sin embargo, la generalidad del término permitiría inferir que un *break-up* para la corte es cualquier tipo de ruptura de la sociedad, no solamente la que se produce para pagar una *leveraged buyout*, sino también, incluso, cualquier tipo de escisión estatutaria, como la que podría ocurrir cuando se decide subastar una línea de negocio de la sociedad.

Asimismo, la corte se negó expresamente a extender los deberes *Revlon* únicamente porque las características de la operación planeada (con acuerdos *lockup*,

---

(324) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1989)

(325) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1989)

(326) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 312.

*no-shop* y *dry-up*) o la subjetividad de los directores podrían ser interpretadas como decisiones de poner la compañía *en venta*. Más aun, la corte también afirmó que no había impedimento para que la sociedad resultante Time-Warner sea adquirida,<sup>(327)</sup> criterio que ignora los mayores costos que implican una transacción de ese tipo.

En cuanto a la pretensión *Unocal*, la corte también desestimó los argumentos de Paramount. Los anteriores precedentes de la Court of Chancery de Delaware habían limitado el uso de la *poison pill* para proteger recapitalizaciones auspiciadas por la administración. En la primera parte del *test* de *Unocal*, como indica la propia corte, tales precedentes habían reconocido como amenazas a “la amenaza de coerción que resulta de una oferta en dos pasos que promete un trato desigual para los accionistas que no vende y la amenaza de valor inadecuado de una oferta por la totalidad de las acciones con pago en efectivo a un precio por debajo de lo que un directorio de una objetivo de buena fe considera que es el actual valor de las acciones”. Sin embargo, la corte, argumentando que el *test* de *Unocal* se caracterizaba por su flexibilidad y que su aplicación no era un procedimiento mecánico, sostuvo que estas no eran las únicas amenazas posibles. Determinó, entonces, que la preocupación de que los accionistas de Time eligiesen la oferta de Paramount sin considerar los beneficios de la operación con Warner y el hecho de que la oferta de Paramount haya sido lanzada en un momento tal que podía confundir a los accionistas de Time también constituían amenaza a la política corporativa y efectividad de Time.

En la segunda parte del *test*, la corte afirmó que la medida adoptada por el directorio de impedir, a través del acuerdo revisado y los mecanismos previstos junto con él, que los accionistas acepten la oferta o reciban una prima de control era

---

(327) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 571 A.2d 1140, 1151 (Del. 1989)

razonable. La corte señaló que “el deber fiduciario de administrar una sociedad incluye la selección de un marco de tiempo para el logro de los objetivos sociales. Ese deber no puede delegarse a los accionistas”.<sup>(328)</sup> En consecuencia, “los directores no están obligados a abandonar un plan corporativo deliberadamente concebido por un beneficio a corto plazo para los accionistas a menos que claramente no haya base para sostener la estrategia corporativa”.<sup>(329)</sup> Además, dentro de su enfoque *ex ante*, indicó que las defensas de Time no apuntaban a forzar a los accionistas a optar por la operación auspiciada por la administración, sino a llevar a cabo una operación preexistente y que no obstaban a que Paramount posteriormente adquiriera la sociedad resultante Time Warner. Nótese cómo, en esta argumentación, la corte permite entrever que una medida defensiva es irrazonable y, por tanto, no cumple con el *test* de *Unocal*, solo cuando tiene por finalidad ejercer coerción sobre los accionistas para que acepten las propuestas de la administración.

Como indica Bainbridge, *Time* marca un hito importante en la evolución de los criterios de *Unocal* y *Revlon*. Primero, expande la lista de las amenazas aceptables para el *test* de *Unocal*. Segundo, limita el tipo de operaciones que activarían el deber *Revlon* de subasta. Específicamente, las cortes en *Time* se negaron a aplicar *Revlon* en adquisiciones negociadas a menos que la adquisición contemple la venta o el *break-up* de partes sustanciales de la objetivo.<sup>(330)</sup> Si no existe tal venta o *break-up*, la validez de los acuerdos de exclusividad y de las *lockups* únicamente requerirá cumplir con los requisitos de *Van Gorkom*, junto con el *test* de *Unocal*, que, como se ha mostrado, quedó enormemente debilitado.

---

(328) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 571 A.2d 1140, 1154 (Del. 1989)

(329) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 571 A.2d 1140, 1154 (Del. 1989)

(330) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 316-317.

### 3.5.3. *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*

Fraidin y Hanson señalan que el enfoque *ex ante* también se verifica también en un caso donde Paramount decidió nuevamente ser el protagonista: *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*<sup>(331)</sup> De acuerdo con lo expuesto anteriormente al comentar *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, Paramount había estado buscando adquirir compañías editoriales y de entretenimiento, para lo cual había intentado, sin éxito, adquirir Time. Aproximadamente, 118 millones de sus acciones comunes estaban en circulación y listadas en la New York Stock Exchange. La mayoría del capital social de Paramount era de titularidad de numerosos inversionistas independientes. Su directorio estaba formado por 15 personas, de las cuales 11 eran directores independientes, siendo Martin S. Davis su Presidente y Director Ejecutivo desde 1983. Mientras tanto, Viacom Inc. era una sociedad de Delaware con sede en Massachussetts, controlada por Summer M. Redstone, quien era titular indirecto de aproximadamente 85.2% de las acciones con derecho a voto clase A y 69.2% de las acciones sin derecho a voto clase B a través de National Amusements, Inc.

A pesar de que Paramount había venido considerando una posible fusión de Paramount y Viacom desde 1990, los esfuerzos por estudiar dicha operación comenzaron en una cena entre Davis y Redstone el 20 de abril de 1993. Luego de altibajos en las negociaciones, el 12 de septiembre de 1993, el directorio de Paramount se reunió y aprobó por unanimidad un “Acuerdo de Fusión Original”, en virtud del cual Paramount sería absorbida por Viacom y cada acción común de Paramount se convertiría en 0.10 acciones con derecho a voto clase A de Viacom, 0.9

---

(331) *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994)

acciones sin derecho a voto clase B de Viacom y US\$ 9.10 en efectivo. Adicionalmente, el Directorio de Paramount acordó modificar su Acuerdo de Derechos (*poison pill*) para exceptuar la fusión propuesta con Viacom. El Acuerdo de Fusión Original contenía también varias estipulaciones para dificultar una oferta competidora, entre las que mencionamos las siguientes:

- a) Una estipulación *no-shop*. Paramount no debía solicitar, provocar, discutir o negociar ninguna operación competidora, a menos que (i) un tercero “*realice una propuesta no solicitada, por escrito y de buena fe, que no esté sujeta a ninguna contingencia material relativa al financiamiento*”; y, (ii) el directorio de Paramount determine que las discusiones o negociaciones con el tercero son necesarios para cumplir con sus deberes fiduciarios.
- b) Una *termination fee*. Viacom tendría derecho a cobrar US\$ 100 millones de dólares como penalidad si (i) Paramount resolvía el “Acuerdo de Fusión Original” debido a una operación competidora; (ii) los accionistas de Paramount no aprobaban la fusión; o, (iii) el Directorio de Paramount recomendaba una operación competidora.
- c) Un *stock option agreement*, que era el acuerdo más significativo. Viacom tendría una opción para adquirir aproximadamente 19.9% de las acciones comunes en circulación de Paramount a US\$ 69.14 por acción si cualquiera de los eventos que activaban la *termination fee* ocurría. En adición a los términos que normalmente incluía una *stock option*, en este caso existían dos pactos altamente inusuales y beneficiosos para Viacom: (i) Viacom podría pagar por las acciones con una nota subordinada senior de cuestionable liquidez en lugar

de efectivo, evitando así la necesidad de reunir el precio de US\$ 1.6 mil millones; y, (ii) Viacom podría elegir solicitar a Paramount el pago en efectivo de una suma igual a la diferencia entre el precio de venta y el precio de mercado de las acciones de Paramount.

Ahora bien, QVC, una compañía de Delaware con sede en Pennsylvania, cuyo Presidente, Director Ejecutivo e importante accionista era Barry Diller, envió una carta a Davis el 20 de septiembre de 1993 proponiendo una fusión en la cual QVC adquiriría Paramount por aproximadamente US\$ 80 por acción, consistiendo en 0.893 acciones comunes de QVC y US\$ 30 en efectivo. El 5 de octubre, QVC proporcionó a Paramount evidencia sobre su financiamiento, después de lo cual el directorio de Paramount se reunió y decidió autorizar una reunión con QVC. Debido al lento avance de las negociaciones y a fin de comenzar a buscar las autorizaciones respectivas en materia *antitrust*, el 21 de octubre, QVC anunció públicamente una oferta de US\$ 80 en efectivo por el 51% de las acciones en circulación de Paramount. Las otras acciones serían convertidas en acciones comunes de QVC en una fusión como segundo paso. La oferta pública estaba condicionada a la declaración de invalidez de la *stock option*.

Horas después de la oferta pública de QVC, Viacom entró en negociaciones con Paramount para revisar la operación original. El 24 de noviembre de 1993, el Directorio de Paramount acordó la Modificación al Acuerdo de Fusión y una modificación a la *stock option*. La Modificación al Acuerdo otorgó el derecho de Paramount de no tener que modificar su Acuerdo de Derechos para exceptuar a Viacom si el directorio de Paramount determinara que dicha modificación es inconsistente con sus deberes fiduciarios porque otra alternativa constituye una mejor

opción. Asimismo, el directorio de Paramount podría resolver la Modificación al Acuerdo de Fusión si retirara su recomendación de la operación Viacom o recomendara una operación competidora. Sin embargo, a pesar de mejorar la posición contractual de Paramount, las medidas defensivas diseñadas para dificultar una oferta competidora no fueron eliminadas ni modificadas.

El 6 de noviembre, Viacom aumentó unilateralmente su precio a US\$ 85 por acción en cash y ofreció un incremento en el valor de las acciones en la fusión como segundo paso. QVC respondió el 12 de noviembre con una oferta de US\$ 90 por acción y aumentando su contraprestación en la fusión. El 15 de noviembre, el Directorio de Paramount determinó que la nueva oferta de QVC no era del mejor interés de los accionistas.

La corte estableció que, no existiendo mecanismos de protección para los accionistas en la operación Viacom-Paramount, los directores de Paramount estaban obligados a tomar la máxima ventaja de la oportunidad de realizar para los accionistas el mayor valor (“*best value*”) razonablemente posible, tal como había sido establecido también en *Revlon* y *Macmillan*. Este deber se desprendía de los deberes fiduciarios exigibles a los directores. “*Es básico en nuestro derecho que el directorio tiene la responsabilidad última en el manejo de los negocios y asuntos de una sociedad. En el desempeño de esa función, los directores prestan deberes fiduciarios de cuidado y lealtad a la sociedad y sus accionistas. Esta obligación se extiende igualmente a la conducta del directorio en la venta del control corporativo (Macmillan, 559 A.2d en 1280)*”.

En la ejecución del deber de obtener el mayor valor, los directores deben ser diligentes: estar adecuadamente informados en la negociación de la venta de control. Ello se condice con el principio general de que “*los directores tienen un derecho de informarse a sí mismos, antes de efectuar una decisión de negocio, de toda información material razonablemente a disponible* (Aronson, 473 A.2d, 812)”. En este proceso, es particularmente importante el rol de los directores independientes.

“En la determinación de qué alternativa provee el mayor valor para los accionistas, el Directorio no está limitado a considerar solamente el monto de efectivo involucrado y no se le requiere ignorar totalmente su visión del futuro valor de una alianza estratégica [...] Donde la contraprestación se compone de acciones o no efectivo, el Directorio debe tratar de cuantificar su valor [...] El Directorio debe estudiar una variedad de consideraciones prácticas sobre cada alternativa, incluyendo: la justicia y factibilidad [de la oferta]; el financiamiento propuesto o real de la oferta, y la consecuencia de dicho financiamiento; cuestiones de ilegalidad; ... el riesgo de no consumación; ... la identidad del oferente, *background* previo y otras experiencias de negocio; y los planes de negocio del oferente para la compañía y sus efectos en los intereses de los accionistas”.

Asimismo, la corte invocó que, en *Macmillan*, se había establecido que “*cuando los deberes Revlon son exigibles a los directores, esta Corte requerirá un escrutinio judicial aumentado [enhanced judicial scrutiny] liminarmente, antes de que las presunciones normales de la regla de la razón de negocios apliquen*”. Este test de escrutinio aumentado no era más que la formulación de *Unocal* (véase *supra* § 1.6.4) y sus características principales eran: (a) una determinación judicial considerando la adecuación del proceso de toma de decisiones empleado por los directores, incluyendo la información sobre la cual los directores basaron su decisión; y, (b) un examen judicial de la razonabilidad de la acción de los directores a la luz de las circunstancias existentes entonces. La corte determinó que el directorio de *Paramount* actuó irrazonablemente y que, por tanto, la *business judgment rule* no era aplicable.

Por otra parte, la corte aclaró que los deberes *Revlon* de buscar el *best value* razonablemente posible para los accionistas y el escrutinio de la acción del directorio se activan tanto con un cambio de control como con un acuerdo de *break-up*. En otras palabras, contrariamente a lo que sostenía la defensa de Paramount, no era necesario un *break-up* de la sociedad para que surjan tales obligaciones. Recordó así lo establecido en *Time*.

De esta manera, la corte afirmó que los directores de Paramount tenían la obligación: a) de ser diligentes y vigilantes en el examen crítico de las ofertas de Viacom y QVC; b) actuar de buena fe; c) obtener, y actuar con debido cuidado con, toda la información material razonablemente disponible; y, d) negociar activamente y de buena fe tanto con Viacom y QVC para obtener el *best value* para los accionistas. Con relación al *Stock Option Agreement* y la estipulación *No-Shop*, la corte señaló que, en la medida que tales obligaciones fuesen inconsistentes con los deberes fiduciarios, eran inválidas e inexigibles.

A la luz del escrutinio judicial, el proceso de toma de decisiones de los directores de Paramount no fue razonable y el resultado logrado para los accionistas tampoco lo era bajo las circunstancias. El directorio prestó insuficiente atención a las potenciales consecuencias de las medidas defensivas requeridas por Viacom. Por el contrario, teniendo la oportunidad de buscar un mejor valor, no hizo ningún esfuerzo en eliminarlas, a pesar de que era claro que estaban impidiendo su realización.

Como señalan Fraidin y Hanson, la corte, sorpresivamente, no se preguntó si la *lockup* jugó un rol importante en lograr que su receptor lance una postura inicial o incremente su postura. Por el contrario, a pesar de que su análisis de las

negociaciones de la *termination fee* la llevaron a declarar la validez de esta última, invalidó la *lockup*, como si las negociaciones de una y otra hubiesen sido distintas. Para sostener esta invalidez, la corte enfatizó la existencia de estipulaciones “draconianas”. Entre ellas, se señalaron las condiciones de financiamiento que establecían la posibilidad de pagar con notas senior subordinadas (sin explicar por qué dichas condiciones eran irrazonables), la ausencia de un límite en la *lockup* (a pesar de que ninguna *lockup* validada por la corte anteriormente lo tenía), o el hecho de que el precio de ejercicio de la opción *lockup* fuese el del *deal* original, esto es US\$ 69, desincentivando a Viacom a incrementar su oferta (a pesar de que cualquier *lockup* puede tener ese efecto).<sup>(332)</sup>

La corte basó la invalidez de la *lockup* en el hecho de que tenía un efecto de preclusión contra otros postores. El argumento implícito en esta afirmación era que, cualquiera sea la ventaja que la *lockup* otorgue a los accionistas, dichos beneficios son más que compensados con el efecto preclusivo de la *lockup* en otros postores. En consecuencia, si bien desde la perspectiva *ex ante*, cuyos criterios estaba empleando la corte al invocar Revlon, la *lockup* de *Paramount-Viacom* parecía encontrarse dentro del examen de razonabilidad (tal como había ocurrido en *Time*), esta había terminado siendo invalidada,<sup>(333)</sup> como si no existiera una regla constante incluso al interior de esta perspectiva. Por el contrario, al señalar los efectos de la *lockup* en otros postores, la corte en *Paramount* parecía estar empleando argumentos extraídos del enfoque *ex post*.

---

(332) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1759-1762.

(333) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1762-1763.

#### 3.5.4. La regla *de facto* de la corte de Delaware

Algunos estudiosos han anotado que la ausencia de una constante en los criterios de evaluación de la corte de Delaware tiene como resultado que la eficacia o la ineficacia de una *lockup* bajo el enfoque *ex ante* termina volviéndose como una mera etiqueta. Bainbridge en 1990 ya indicaba, basándose en su revisión de las decisiones judiciales en *Great Western*, *Jewel* y *Van Gorkom*, que la revisión judicial era “costosa, peligrosa, pero, esencialmente, sin significación, ritual”.<sup>(334)</sup>

Más aun, Fraidin y Hanson lograron establecer que existía una regla con poca sofisticación jurídica que la corte de Delaware venía aplicando *de facto* de manera silenciosa y que encubría dicha regla con los inestables criterios expuestos en las páginas precedentes: “las cortes de Delaware han invalidado todas las *lockups* que son cuestionadas por un postor que no ha sido favorecido con una *lockup* y que ha lanzado una postura más alta condicionada a la invalidación de la *lockup* y han validado todas las *lockups* cuando no existe dicha postura competidora”.<sup>(335)</sup> Así, ejemplos de lo primero son las decisiones recaídas en *Revlon*, *Macmillan*, *Hanson Trust*, *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* No es gratuito que en todos estos casos, que han sido los de mayor relevancia sobre la materia y que se han mencionado en anteriores páginas, las correspondientes *lockups* hayan sido invalidadas.

---

(334) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, p. 283.

(335) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1765-1766.

Esta regla *de facto*, sin embargo, presenta un problema. Las *lockups* que son cuestionadas por el postor desfavorecido son precisamente aquellas que están desempeñando su función típica.<sup>(336)</sup> Las cortes, en su afán de dar la apariencia de que validan las *lockups* compensatorias y que invalidan las supracompensatorias siguiendo los criterios de lo que se ha denominado perspectiva *ex ante*, terminaron aplicando en la práctica, de manera subrepticia, una regla poco elegante que invalida todas las *lockups* que sirven para su propósito.

### 3.6. El enfoque *ex post*

#### 3.6.1. El análisis económico y el estándar del *overinsurance* o *foreclosure*

En su famoso y comentado artículo publicado a inicios de la década de los 90,<sup>(337)</sup> Ayres, integrando un análisis económico al análisis jurídico, es el primero en proponer la diferencia entre *foreclosing lockups* y *non-foreclosing lockups*, siendo las primeras las que deberían ser invalidadas por constituir un incumplimiento de los deberes fiduciarios de la administración. Si bien su trabajo dedica sus mejores páginas a las *stock lockups* en la forma de venta de acciones en tesorería de la sociedad objetivo, tanto el propio autor como sus comentaristas han extendido su análisis a las *asset lockups*.

Ayres explica que, otorgada una *stock lockup* a un postor sobre acciones en tesorería de la sociedad objetivo, llega el punto en que el postor favorecido con la

---

(336) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1766.

(337) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc.

*lockup* (el “postor *lockup*”) no tiene incentivos para alcanzar la oferta de otro postor porque los beneficios de adquirir y luego vender las acciones en tesorería excederán los beneficios de la adquisición de la objetivo.<sup>(338)</sup> Las ganancias por la venta de las acciones adquiridas a través de una *lockup*, constituyen para el postor *lockup*, en consecuencia, un costo de oportunidad. Kahan y Klausner, explicando el enfoque de Ayres, indican que “[e]l resultado de una subasta depende de los precios máximos que los postores están dispuestos a pagar por la sociedad objetivo –sus ‘precios de reserva’. El precio de reserva de un postor depende de la **ganancia** que espera recibir si adquiere la objetivo a un determinado precio, y de sus **costos de oportunidad** de adquirir la objetivo (de algún modo, sus ganancias si no logra adquirir la objetivo)”.<sup>(339)</sup> Cada postor pujará hasta el precio en que estas cantidades sean iguales o, siendo más rigurosos, hasta que la ganancia sea un poco mayor al costo de oportunidad. Así, por ejemplo, si Alpha Corp. valoriza Targetcorp en US\$ 100 millones y su costo de oportunidad es 0, Alpha Corp. pujará, como máximo, hasta el punto en que su ganancia de adquirir Targetcorp sea 0, es decir, hasta US\$ 100 millones.

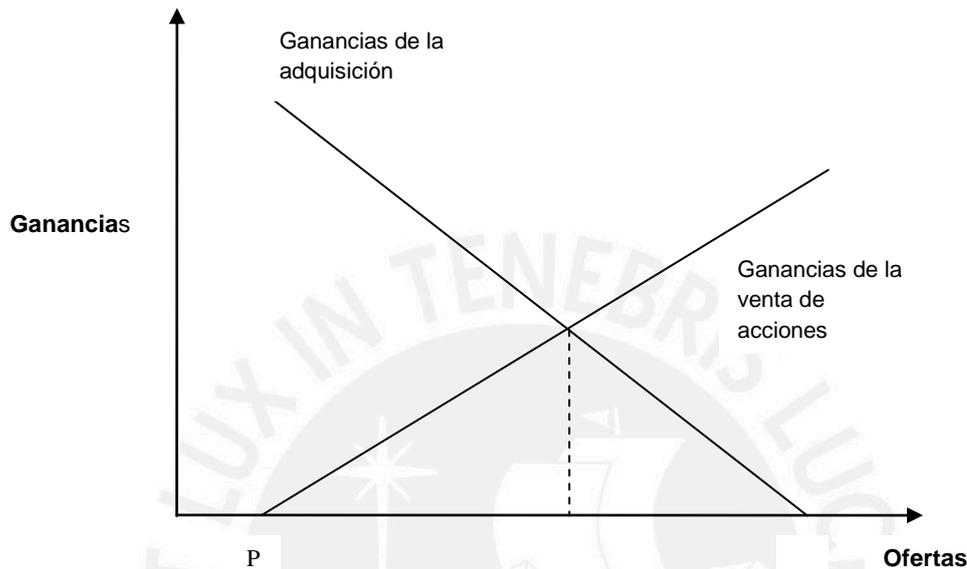
No obstante, el postor *lockup*, de acuerdo con Ayres, alcanzará un punto de indiferencia antes de que el precio de la oferta (sea suya o de un tercero) alcance su propia valorización de la objetivo pues, a medida que la oferta se acerque a su valorización, las ganancias de la adquisición del postor *lockup* se acercan a cero mientras que sus ganancias de perder la adquisición siguen incrementándose: cualquier oferta mayor de un tercero incrementará sus ganancias pues significará que

---

(338) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 685-686.

(339) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1544.

podrá vender las acciones en tesorería que adquirirá a mayor precio, tal como se puede visualizar en el siguiente gráfico:<sup>(340)</sup>



El punto  $P$  es el precio de reserva del postor *lockup*. Este precio de reserva puede ser calculado algebraicamente con las siguientes variables:<sup>(341)</sup>

$N$  = número de acciones de la sociedad objetivo en circulación  
= valor por acción para el postor inicial

$P$  = precio de las acciones en tesorería otorgado por la *lockup*

$T$  = número de acciones en tesorería  
= precio por acción ofrecido por el postor *lockup*  
= precio por acción ofrecido por un tercero

(340) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 686.

(341) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 687.

En donde las ganancias del postor *lockup* de adquirir la objetivo equivalen a  $\frac{1}{2}(P - P_0)$  y las ganancias de vender las acciones en tesorería que adquiera luego de ejercer la opción (o sea, habiendo perdido la adquisición) equivalen a  $\frac{1}{2}(P_0 - P)$ . El postor *lockup* llegará hasta igualar la oferta de un tercero ( $P_0$ ) si las ganancias de adquirir la objetivo por los menos igualan los beneficios de perder la adquisición (el costo de oportunidad). En esa circunstancia, como se ha mencionado, el postor *lockup* ofrecerá su precio de reserva  $P_0$ . Resolviendo dicha afirmación algebraicamente:

, donde

Si un tercero ofrece un precio menor a  $P_0$ , el postor *lockup* responderá con una oferta ligeramente mayor y como máximo igual a  $P_0$  y obtendrá las ganancias que le reportará el adquirir la objetivo por un monto inferior a su valor  $P_0$ . Si un tercero ofrece un precio mayor a  $P_0$ , el postor *lockup* perderá la competencia, pero tendrá ganancias equivalentes al vender sus acciones en tesorería por el valor  $P_0$ . En cualquier caso, tendrá un mínimo de ganancias garantizadas, que son las que se producen en el punto  $P_0$ . Antes de llegar a ese punto y después, sus ganancias serán superiores, una curva de utilidad cóncava.<sup>(342)</sup> Como consecuencia, si el postor *lockup* conoce el precio de reserva del otro postor y realmente no quiere adquirir la compañía, puede arriesgarse

(342) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 690.

a ofrecer más que  $P$  pero siempre bajo el precio de reserva del otro postor. Si no conoce dicho precio de reserva, un postor racional nunca ofrecería más allá de  $P$ . Existe, en consecuencia, la impresión de que el otorgamiento de una *stock lockup* reduce matemáticamente el precio de reserva del postor *lockup*.

Visto el efecto de la *lockup* en el postor inicial, ¿cuál es su efecto en un tercer postor? Si el valor por acción de la objetivo para un tercero es  $V$  y el monto total a pagar es  $P$ , luego del otorgamiento de la *lockup* el precio de reserva del tercero se ubicará por debajo de su valorización porque el tercero tiene que adquirir más acciones (en número equivalente a  $N + T$ ). Además, por todo este paquete accionario, solo pagará  $P$ , donde  $P$  es claramente menor que  $V$ . La *lockup*, entonces, no solo reduce lo que el postor inicial ofrece por la objetivo, sino también reduce el precio de reserva del tercero.<sup>(343)</sup> El precio de reserva del tercero, formulándolo algebraicamente, es el siguiente:

---

Ahora bien, la razón indica que, en una competencia de posturas, prevalecerá aquel que tenga un mayor precio de reserva, esto es, prevalecerá el postor inicial si  $V > P$  y prevalecerá el tercero si es que  $V < P$ . Nuevamente, tomando como ejemplo este último resultado, puede comprobarse algebraicamente que es la variable  $V$  la que decidirá el resultado final.

---

(343) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 694.

Se desprende de la operación algebraica que el tercero prevalecerá sobre el postor inicial si es que la valorización de la objetivo por el tercero es la mayor y, *ad contrarium*, que el postor inicial prevalecerá sobre el tercero si es que la valorización de la objetivo por el postor inicial es la mayor. Indicado ello, cabe señalar que a dicha conclusión se llegaría incluso si no existiese una *stock lockup*. El otorgamiento de una *lockup*, por tanto, no modifica quién gana la competencia de posturas, pues siempre triunfará el que asigne mayor valor, sino cuál es el monto que pagará para ganar dicha competencia<sup>(344)</sup>.

Como consecuencia de lo antes mencionado, según el análisis de Ayres, “aunque una *lockup* no afecta qué postor adquiere una objetivo en un concurso de subasta, esta reduce el precio pagado por la objetivo e incrementa la utilidad esperada para el postor *lockup*, en una cantidad hasta del valor de la *lockup*”.<sup>(345)</sup> Kahan y Klausner explicaron con sencillez el modelo de Ayres: “[s]i una sociedad objetivo otorga una *lockup* a un postor, la *lockup* constituirá una responsabilidad para el otro postor (un postor ‘*locked-out*’) que finalmente adquiera la sociedad objetivo. La *lockup* reduce la ganancia que el *locked-out* obtenga de adquirir la objetivo a cualquier precio dado en una suma equivalente al valor de la *lockup*. Por lo tanto, reduce el precio de reserva del postor *locked-out* en esa cantidad. Al mismo tiempo, la *lockup* paga al

---

(344) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 695.

(345) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1545.

postor que ha recibido la *lockup* (el postor *lockup*) en caso de que ese postor no llegue a adquirir la objetivo. La *lockup* entonces incrementa el costo de oportunidad del postor *lockup* en la cantidad de la *lockup*. De ahí, la *lockup* reduce los precios de reserva de ambos postores en la misma cantidad. Como resultado, el precio de reserva “relativo” de los postores permanece siendo el mismo y el postor que valoriza más la sociedad adquirirá la objetivo incluso si el que la valoriza menos recibe la *lockup*”.<sup>(346)</sup> Che y Lewis, quienes estudiaron desde la economía el modelo de Ayres, llaman a esto el “teorema de la irrelevancia” (“*irrelevance theorem*”).<sup>(347)</sup>

Aunque, como se ha analizado, la *stock lockup* reduce el precio de reserva de los postores participantes, también persuade al postor *lockup* a mantener su oferta durante más tiempo, período durante el cual aparecerán otros postores con ofertas más altas y se generará una dinámica de subasta. Esta subasta les reportará a los accionistas ganancias derivadas de las posturas competidoras. Por esa razón, según Ayres, “una subasta con precios de reserva reducidos puede producir una postura más alta para los accionistas de la objetivo que ninguna subasta en absoluto”.<sup>(348)</sup>

Un postor se mantendrá en la competencia si es que las ganancias esperadas de una subasta con *stock lockup* son mayores a las ganancias esperadas de una subasta más corta sin *stock lockup*. Y es razonable que el postor *lockup* tenga esa expectativa. Como explica Ayres, sin una *stock lockup*, el postor *lockup* y la objetivo esperan que el primero tenga un cincuenta por ciento de probabilidades de adquirir la

- 
- (346) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1544.
- (347) CHE, Yeon-Koo y Tracy R. LEWIS. *The role of lockups in takeover contests*. University of Columbia, Department of Economics, Discussion Paper 0607-03, 2003. En: <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:114397>, pp. 2-3.
- (348) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90 (1990), p. 696-697.

objetivo por el precio de su oferta inicial y otro tanto de adquirirla por su precio de reserva (su valorización). Con una *stock lockup*, debido a la dinámica de subasta, las partes esperan un cincuenta por ciento de probabilidades de que el postor *lockup* la adquiera por el precio de su oferta inicial y otro tanto de que un tercero adquiera la objetivo con una oferta mayor al precio de reserva del postor *lockup*. Dado que, cuando se le otorga una *lockup*, el postor espera ganancias bien gane o no la subasta, sus probabilidades de tener ganancias se incrementan. Igualmente, los accionistas de la sociedad objetivo ven incrementadas sus probabilidades, pues de esperar un precio de venta entre la oferta inicial del postor *lockup* y su valorización , ahora esperan un precio de venta entre dicha oferta inicial y la valorización del tercero .<sup>(349)</sup>

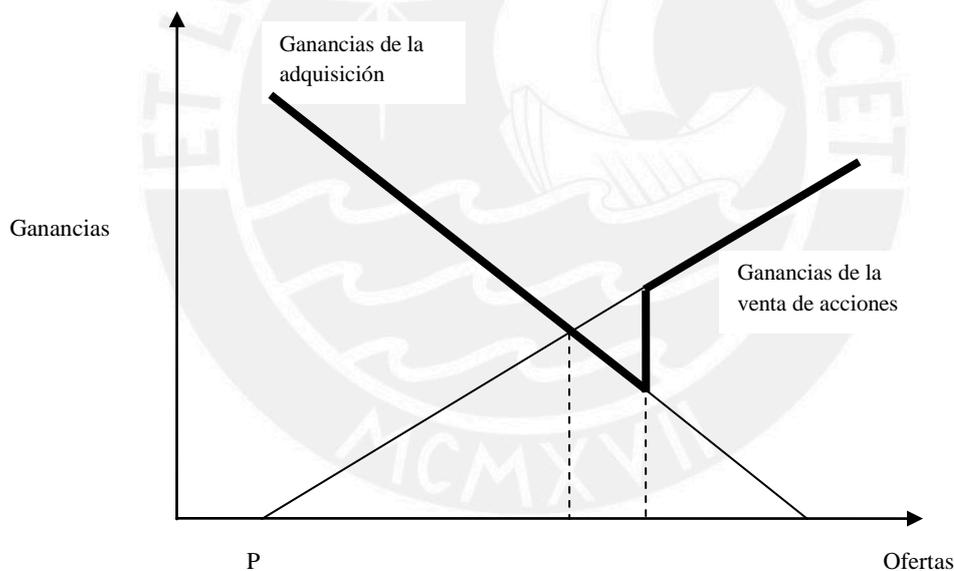
Sin embargo, es posible que la administración emplee una *lockup option* no para conseguir un mayor precio que redunde en beneficio de los accionistas, sino para atrincherarse en sus cargos dentro de la sociedad. La sociedad objetivo podría sobreasegurar (lo que Ayres llama “*overinsurance*”) al postor *lockup* bien sea vendiéndole demasiadas acciones o vendiéndole acciones a un precio muy bajo. Si la *lockup* asegura más del 100% del riesgo, es decir, si su efecto es que el postor tenga más beneficios en perder la subasta que en ganarla, es posible que se termine precluyendo (*foreclosure*) a postores con una valorización más alta. La sociedad objetivo y el postor *lockup* pueden lograr ello en dos escenarios: (i) en el primero, un postor ofrece un precio y la administración propone una *lockup* para generar la dinámica de subasta, pero la *lockup* es de tal tamaño que ahora el precio de reserva se encuentra por debajo de la postura inicial; y, (ii) en el segundo, la *lockup* es

---

(349) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 697.

acordada junto con una oferta inicial muy alta, por encima del precio de reserva del postor.<sup>(350)</sup>

La situación está graficada en la Figura 2, donde puede notarse que la oferta inicial es mayor al precio de reserva. Existe una discontinuidad en el punto correspondiente a la oferta inicial entre los beneficios de ganar y perder la subasta, pues, si un tercer postor ofrece un monto mayor o igual a , el postor *lockup* inmediatamente preferirá obtener las ganancias de perder la subasta y vender las acciones adquiridas mediante opción.<sup>(351)</sup>



Sin embargo, en este punto, es muy difícil que un tercer postor alcance la oferta inicial, pues la sociedad objetivo podría usar el sobreaseguramiento que otorga una *lockup* para lograr que el postor *lockup* lance una oferta inicial demasiado

(350) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 699-700.

(351) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 700-701.

alta, que precluya a otros postores. Y es posible demostrar matemáticamente como la sociedad objetivo y el postor pueden hacer que la oferta inicial sea tan alta que produzca dicho efecto. Dado que una tercera parte solo podrá entrar en la subasta si es que su oferta inicial es mayor o igual a  $b$ , podemos obtener el valor mínimo que debería asignar el tercero a la sociedad objetivo.

La ecuación anterior puede ser reordenada añadiendo y restando  $b$  y luego reemplazando el valor de  $b$ .

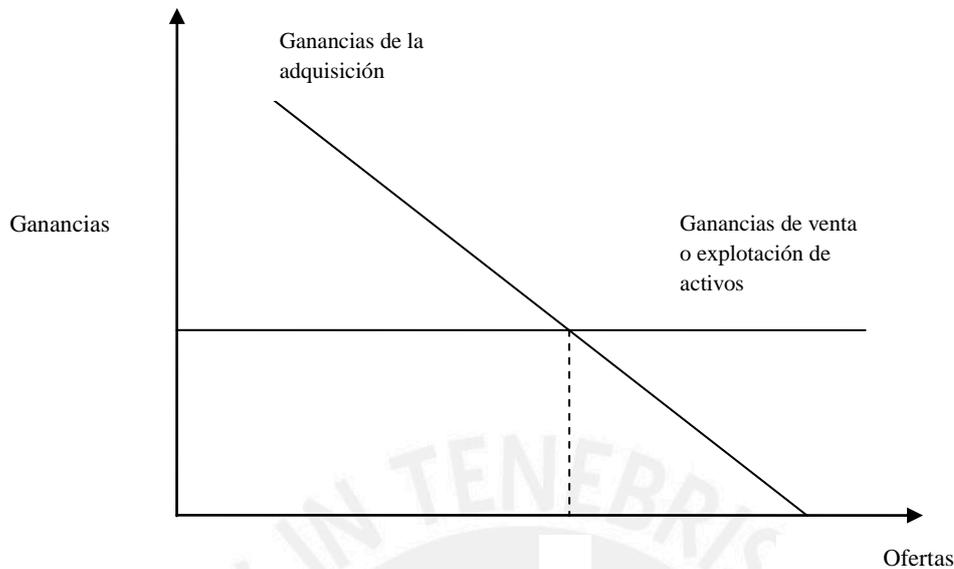
En consecuencia, si  $b > b$ , entonces la diferencia  $b - b$  será positiva y, para que el tercero pueda entrar en la competencia, el valor mínimo del tercero deberá necesariamente exceder a la valorización del postor *lockup* en la cantidad establecida en la fórmula. Por lo tanto, no bastará simplemente con que  $b$  sea mayor

a , sino que, además, será necesario que sea mayor o igual a , es decir, que exceda a en una cantidad determinada. Más aun, nótese cómo la sociedad objetivo y el postor *lockup* podrían entrar en colusión para que la diferencia sea enorme. El resultado de ello es que postores con una valorización mayor a la valorización del postor *lockup* se verán imposibilitados de participar en la subasta, con el consecuente detrimento a los accionistas, que no se verán beneficiados del mayor valor . Ayres sugiere que las *stock lockups* que tienen este efecto de sobreaseguramiento (*overinsurance*) no deben ser permitidas por el derecho y deben ser declaradas inválidas.<sup>(352)</sup>

Ayres extiende su análisis para las *asset lockups* indicando que también en este supuesto el postor *lockup* tendrá una ganancia mínima en caso de que pierda la subasta. La diferencia con las *stock lockups* es que los beneficios de ganar una subasta no son una función de las ofertas en competencia, sino más bien una constante, tal como se puede apreciar en la siguiente figura.

---

(352) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 704.



La *asset lockup* necesariamente reduce el precio de reserva del postor favorecido (de  $a$  a  $b$ ) y, aplicando el análisis anterior, la preclusión de un tercero es posible si la opción garantiza más beneficios en perder la subasta que en ganarla.<sup>(353)</sup>

El análisis de Ayres también podría ser extendido a las *termination fees*, las cuales tendrían un tratamiento muy parecido al que él da a las *asset lockups*. Las *termination fees* constituirían ganancias constantes a las que accedería el postor *lockup* en caso de perder la subasta, y cuyo efecto podría ser graficado de manera idéntica a la de las *asset lockups*. En caso de que las *termination fees* sean tan altas que el postor *lockup* obtenga más beneficios en perder la subasta que en ganarla, entonces claramente generarían los mismos efectos de *overinsurance* y *foreclosure* ya comentados. No obstante, es poco probable que una *termination fee* llegue a ser tan alta, de modo que el estándar no parece muy efectivo. Quizás por eso, para Che y Lewis, las *termination fees* no tienen los efectos distorsionadores de las otras

(353) AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 714.

modalidades de *lockups* y logran que la sociedad objetivo sea adquirida por el postor que mayor valor le asigna.<sup>(354)</sup>

### 3.6.2. La tesis de Bainbridge

De acuerdo con Bainbridge, la corte en *Time* correctamente se negó a extender los deberes *Revlon* a las adquisiciones negociadas que no implican la escisión de la compañía. El directorio de una objetivo podría racionalmente y de buena fe decidir que una subasta de la compañía podría resultar perjudicial para la compañía. Los potenciales postores podrían no querer participar en una subasta, bien sea porque no desean tener el rol de una carnada o bien porque no quieren asumir los costos que implica una subasta. Sin embargo, *Time* también cometió el error de debilitar el examen de *Unocal*, al punto que resultaría fácil estructurar *lockups* y acuerdos de exclusividad que sean válidos bajo el estándar de *Unocal*.<sup>(355)</sup>

En consecuencia, la propuesta de Bainbridge es un punto intermedio entre *Revlon* y *Time*. Para él, no existe ningún mecanismo suficientemente potente para mitigar el evidente conflicto de interés potencial que existe entre la administración y los accionistas de la objetivo distinto a la competencia de posturas (el *competitive bidding*). En consecuencia, antes que imponer el deber de subastar la compañía en todos los casos, las cortes deberían verificar si el otorgamiento de *lockups* y otros acuerdos de exclusividad precluyen la competencia de posturas.<sup>(356)</sup> Es decir, cuando

---

(354) CHE, Yeon-Koo y Tracy R. LEWIS. *The role of lockups in takeover contests*. University of Columbia, Department of Economics, Discussion Paper 0607-03, 2003. En: <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:114397>, p. 4.

(355) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive merger agreements and lock-ups in negotiated corporate acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 317-318.

(356) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive merger agreements and lock-ups in negotiated corporate acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 319.

existe un solo postor, la celebración de dichos acuerdos no requiere estar precedida de una subasta del control.

Así, en cuanto a las **performance promises** y las **termination fees**, debe tenerse en cuenta que estas no son suficientemente fuertes para impedir la competencia, de modo que es razonable imaginar que, para la celebración de dichos acuerdos, no se ha garantizado beneficios (*side payments*) a favor de la administración. Por tanto, una versión modificada del enfoque del deber de cuidado como estándar aplicable debería bastar para determinar su validez. Este examen se aplicaría en dos diferentes supuestos. En un primer supuesto, un postor competidor o un grupo de accionistas minoritarios solicitan la ineficacia del acuerdo de exclusividad y/o una pretensión de responsabilidad civil, según corresponda. En tal caso, la corte debería presumir que la administración cuenta con las facultades para la celebración de dicho acuerdo de exclusividad y protegerlo con la *business judgment rule* y, para invalidarlo, el demandante tendría que enervar la *business judgment rule* demostrando la existencia de motivos egoístas (*self-dealing*), diferentes a la búsqueda del interés de la sociedad.

En un segundo supuesto, ante un cambio material en las circunstancias (como, por ejemplo, la formulación de una mejor oferta), los accionistas minoritarios demandan a la administración por no incumplir el acuerdo de exclusividad con un postor inicial. Si la administración determina que el incumplimiento es eficiente (es decir, si los costos de incumplir son menores a las ganancias), deberá incumplir el acuerdo de exclusividad. Nuevamente, dicha determinación de la administración sobre la eficiencia del incumplimiento estaría protegida con la *business judgment rule*, por lo que corresponderá al demandante enervarla, mientras que la administración podrá

utilizar en su defensa que efectuó los pasos profilácticos previstos en *Hanson Trust*.<sup>(357)</sup>

La propuesta de examen de *lockups* es diferente. Parte de la premisa que es mucho más probable que, existiendo un solo postor, el otorgamiento por la administración de una *lockup* a favor de este haya sido motivado por razones egoístas, lo cual justifica un análisis mucho más exigente. Bainbridge propone un criterio objetivo para definir si una *lockup* impide o no la competencia de posturas, que puede aplicarse tanto a los escenarios de adquisiciones negociadas como de adquisiciones hostiles: serán consideradas como *foreclosing* aquellas *lockups* que garantizan al postor favorecido más del diez por ciento de del valor de su oferta. Si la *lockup* no pasa el umbral, estará protegida por la *business judgment rule*. Si la *lockup* se encuentra por encima de dicho límite, la administración deberá, antes de otorgarla, conducir voluntariamente una subasta del control justa entre otros postores

Si la administración conduce una subasta justa, el otorgamiento de la *lockup* a un postor determinado será incuestionable, pues incluso podría ser beneficioso para la sociedad extraer un mejor precio mitigando el riesgo para un postor a través de una *lockup*. Si dicha subasta no se lleva a cabo o no se lleva a cabo de manera justa, la *lockup* debería ser declarada nula. Ahora bien, para determinar si una subasta es justa o no, según Bainbridge, la corte debería tener, como en *Unocal*, la carga de la prueba de demostrar que la subasta se ha realizado de manera justa y razonable.

Así, la administración debería revelar detallada y oportunamente al mercado que la compañía se encuentra a la venta, contratando posiblemente un banco de

---

(357) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive merger agreements and lock-ups in negotiated corporate acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 319-321.

inversión o a un corredor que se encarguen de buscar ofertas de potenciales adquirentes. De igual modo, la administración debería proporcionar a los accionistas información de la compañía de manera igualitaria (salvo para aquellos que no acepten firmar un convenio de confidencialidad). Las negociaciones deberían ser llevadas de buena fe con todos los postores, a fin de demostrar que la administración no intenta frustrar la subasta favoreciendo a uno de ellos. El número de rondas para el ofrecimiento de posturas queda a discrecionalidad de la administración, considerando que no solo el precio es un factor para escoger al postor ganador. Finalmente, la administración deberá revelar a los accionistas cualquier acuerdo que haya celebrado el postor ganador con la administración.<sup>(358)</sup>

Si la administración cumple con el estándar mencionado, el derecho debería proteger la *lockup* con la *business judgment rule*. En caso contrario, debería ser inválida. Este enfoque ha sido criticado por Fraidin y Hanson, como se estudiará en el apartado siguiente.

### 3.7. Las posturas extremas de análisis de *lockups*

#### 3.7.1. La tesis permisiva de Fraidin y Hanson

Fraidin y Hanson, quienes defienden la validez de todo tipo de *lockups*, han criticado la existencia del umbral de diez por ciento en la tesis de Bainbridge. Con relación a ello, han afirmado que este estándar podría ser “suprainclusivo” (cuando califica como *foreclosing a lockups* que, si bien exceden el diez por ciento no impiden la competencia) o infrainclusivo (cuando califica como *non-foreclosing a lockups* que,

---

(358) BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive merger agreements and lock-ups in negotiated corporate acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 328-331.

no excediendo el diez por ciento, sí impiden la competencia). En el primer caso, se impone a la sociedad asumir los costos de una subasta; en el segundo, se permite a la administración jugar con los números para poder ofrecer una *lockup* absolutamente impeditiva de la competencia entre postores sin activar el deber de subasta.<sup>(359)</sup>

Para estos autores, el enfoque *ex ante* seguido por la jurisprudencia de Delaware y el enfoque *ex post* elaborado por la doctrina pueden ser útiles para determinar la lealtad de las *lockups*, pues las únicas que no deben ser admitidas son aquellas que son, al mismo tiempo, supracompensatorias y totalmente *foreclosing*. Las *lockups* que no son supracompensatorias son, por definición, del interés de los accionistas de la objetivo y las *lockups* que no son totalmente *foreclosing* no amenazan a los accionistas de la objetivo aunque sean supracompensatorias. Sin embargo es difícil determinar si una *lockup* reúne ambos requisitos.<sup>(360)</sup>

Adicionalmente, Fraidin y Hanson sostienen que la administración tiene un incentivo para evadir los postores *foreclosing*. Considerando que la administración de la objetivo espera recibir beneficios del adquirente, también estará interesada en vender la sociedad a quien la valoriza más, a fin de maximizar los beneficios que pueda recibir. Adicionalmente, según ellos, los costos de transacción en la adquisición son mínimos, por lo cual es difícil que una *lockup* puede tener un efecto de *foreclosing* en el postor con el valor más alto. Todo ello lleva a Fraidin y Hanson a sostener que es

---

(359) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1768-1769.

(360) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1784-1785.

difícil que el *foreclosure* ocurra, por lo cual todas las *lockups* deberán ser admitidas como válidas.<sup>(361)</sup>

### 3.7.2. La tesis prohibitiva de Kahan y Klausner

Kahan y Klausner formularon un método de análisis muy estricto y coherente para evaluar las *lockups*. Para ellos, el análisis económico realizado por Ayres del funcionamiento de la *lockup* en el resultado de la subasta ignora su efecto en la voluntad de un postor de entrar en la competencia de posturas en primer lugar: una *lockup* puede inducir a una parte a entrar en la competencia. Como anotan Kahan y Klausner, “el análisis de Ayres es correcto en concluir que una *lockup* no influenciará en quién adquiere la objetivo entre aquellos que ya han entrado en el proceso de oferta (o, más precisamente, aquellos que ya han incurrido en los costos de formular una postura), pero su análisis falla en tomar en cuenta el impacto de una *lockup* en quién entra al proceso de subasta primero”.<sup>(362)</sup>

Así, por ejemplo, si Alpha Corp. valoriza Targetcorp en US\$ 100 millones y Beta Corp. tiene que incurrir en costos de US\$ 30 millones para efectuar una oferta, Beta Corp. tendrá que valorizar Targetcorp en, por lo menos, US\$ 130 millones para entrar en la competencia ofreciendo US\$ 100 millones. En consecuencia, Beta Corp. nunca entrará en la competencia si valoriza Targetcorp en US\$ 110 millones. “La primera parte en hacer una oferta para una objetivo tiene así una ventaja sobre los posteriores postores. Cuando los posteriores postores consideran ofrecer, los costos

---

(361) FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1785-1801.

(362) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1547.

de la oferta del primer postor ya están hundidos [incluidos en la oferta]. Como resultado, incluso si el primer postor no es el que ofrece mayor valor, puede lograr adquirir la objetivo. La administración de una objetivo puede influenciar quién hace la oferta inicial otorgando una lockup para inducir dicha oferta. Si la valorización de la objetivo del postor *locked-out* está dentro del rango descrito arriba, el postor *lockup* logrará adquirir la objetivo [...] Adicionalmente, y más importante, la administración de una objetivo puede usar una *lockup* para influenciar quién adquiere la compañía luego de que una oferta inicial haya sido hecha. Una vez que una oferta inicial ha sido hecha puede haber una parte que otorgue mayor valor que no hará la oferta porque los costos de la oferta exceden sus ganancias esperadas. La administración de una objetivo puede inducir a tal parte ha hacer una oferta otorgándole una lockup –con el subsecuente resultado de que el postor lockup *adquiere* la objetivo”.<sup>(363)</sup>

Recuérdese que Kahan y Klausner fueron quienes formularon la clasificación entre *second-bidder lockups*, *anticipatory lockups* y *first-bidder non-anticipatory lockups*. Según estos autores, las dos primeras modalidades pueden acarrear efectos negativos en los incentivos para la búsqueda por parte de los postores y en el efecto disciplinario de las tomas de control, mientras que las últimas pueden resultar menos perniciosas y merecen un examen más permisivo.

### 3.7.2.1. El efecto de la *lockup* en los incentivos de búsqueda

En cuanto al primer efecto, mediante una *second-bidder lockup*, la administración de una sociedad objetivo puede inducir a un tercero amigable (*white*

---

(363) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1548.

*knight*) a entrar en una competencia de posturas con un postor inicial hostil. En respuesta a una postura competidora, el postor hostil inicial deberá elevar su oferta, lo cual reduce sus ganancias de la adquisición, o perder la competencia y renunciar a cualquier ganancia de la adquisición. Una *second-bidder lockup* tiene en consecuencia un efecto similar que el plazo mínimo de vigencia de veinte días de una oferta pública de adquisición previa establecido en el artículo 18° del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, en cuyos diez primeros días un tercero puede presentar una oferta competidora, según el artículo 24 del mismo reglamento. Este mecanismo promueve la subasta de la sociedad y se basa en el entendimiento de que, si bien los posibles postores iniciales deben tener suficientes incentivos para buscar compañías objetivo mal gestionadas, también debe incentivarse (i) que las compañías objetivo sean adquiridas por aquellos que las valoran más –que no son necesariamente los postores iniciales- y (ii) que las sociedades objetivo inviertan en sí mismas, incrementando su valor y volviéndose atractivas a posibles postores (según se ha desarrollado *supra* § 1.8.2.2, al tratar de la *auctioneering rule* ).

Sin embargo, las *second-bidder lockups* conducen, en cierto modo, a un incremento de las ganancias de los accionistas a costa de los postores. Como sabemos, las ganancias que resultan de una adquisición son el resultado tanto de una búsqueda de sociedades mal gestionadas (realizada por posibles postores) y de las inversiones en las posibles sociedades objetivos (realizadas por los accionistas). Así, si Alpha valoriza Targetcorp en \$ 100 millones y ofrece \$ 80 millones y Beta la valoriza en \$ 120 millones, pero lanzar la oferta le cuesta \$ 30 millones, Targetcorp puede otorgar una *second-bidder lockup* de \$ 10 millones y forzar con ello que Alpha ofrezca hasta \$ 90 millones, beneficiando, por sobre todo, a los accionistas.

Ante dicha comprobación, considerando que, en el momento en que los accionistas invierten en su sociedad, la posibilidad de una toma de control es aún remota, el sistema jurídico debería más bien preocuparse por incentivar a los postores antes que a los accionistas. Además, es difícil sostener que las *second-bidder lockups* en todos los casos beneficien a los accionistas. Más allá de que pueden ser usadas por la administración para sus propios intereses, la posibilidad de que los postores deben ofrecer una prima mayor reducirá los incentivos de los postores iniciales para buscar sociedades y ofrecer, con lo cual el número de ofertas, la posibilidad de que estas sean exitosas y el efecto disciplinario de las tomas de control disminuirá.<sup>(364)</sup>

De igual modo, es claro que la sociedad objetivo siempre podrá buscar un mejor acuerdo con el postor inicial. Así, en el ejemplo anterior, el mejor acuerdo al que podrá llegar Targetcorp con Beta es otorgarle una *second-bidder lockup* de un poco más de \$ 10 millones para bajar el precio de reserva de Alpha a menos de \$ 90 millones y hacer que Beta adquiera a un poco más que dicho precio de reserva y menos que \$ 90 millones. El mejor acuerdo al que podrá llegar con Alpha es obligarse a no otorgar una *second-bidder lockup* a cambio de que ofrezca un poco más de \$ 90 millones.<sup>(365)</sup>

En cuanto a las *anticipatory lockups*, Kahan y Klausner señalan que, sea que la administración de la sociedad otorgue una *lockup* para atraer una oferta competidora antes o después de que la oferta hostil haya sido lanzada, su efecto es el mismo:

---

(364) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1556.

(365) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1558.

reducir las ganancias del posible postor inicial y, en consecuencia, reducir los beneficios para investigar.<sup>(366)</sup>

### 3.7.2.2. El efecto de la *lockup* en las penalidades por toma de control

Como lo ha considerado universalmente la doctrina, la administración de una sociedad objetivo puede usar una *lockup* para solicitar beneficios personales en lugar de mejorar los beneficios para los accionistas o, incluso, para permanecer en la administración de la sociedad objetivo. Ese acuerdo no necesariamente tiene que ser expreso, sino también implícito. No importa tampoco que el postor retenga efectivamente a los administradores, sino la mera posibilidad de permanecer en la administración. Por otro lado, quienes afirman –como Ayres– que las *lockups* no interfieren en quién adquiere la sociedad, también se equivocan, pues la *lockup* le puede otorgar a un postor la posibilidad de adquirir la sociedad a un precio inferior. Más aun, como se ha analizado, la administración de una sociedad puede otorgar una *second-bidder lockup* a una parte que sea favorable a la negociación de un acuerdo de permanencia de los administradores.<sup>(367)</sup>

### 3.7.2.3. *Nonanticipatory first-bidder lockups*

Según Kahan y Klausner, dado que las *nonanticipatory first-bidder lockups* son otorgadas antes que cualquier tipo de oferta sea inminente, estas no tienen efecto ni en los incentivos de los posibles postores para investigar ni en las penalidades a la

---

(366) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1559.

(367) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1559-1562.

administración esperadas, por lo cual su evaluación debería estar sujeta por una regla más permisiva, es decir, por la *business judgment rule*. Evidentemente, los administradores podrían emplear este mecanismo de *lockups* para asegurarse la obtención de beneficios personales por anticipado: sin embargo, tales acuerdos vulnerarían el deber de lealtad. Sin embargo, este riesgo se encuentra en cualquier otro contrato que celebre la sociedad y no necesita de una regla de examen más estricta o diferente a la *business judgment rule*. Por el contrario, una *nonanticipatory first-bidder lockups* envía una señal beneficiosa al mercado del control corporativo, cuyos agentes percibirán que la sociedad que ha otorgado esta *lockup* es una eventual adquisición beneficiosa y, posiblemente, formulen posturas.<sup>(368)</sup>

La conclusión a la que llega Kahan y Klausner es idéntica a la formulada en el capítulo primero (véase *supra* § 1.7) para las medidas *antitakeover* prospectivas, y por los mismos argumentos. Así, cuando la *lockup* es anterior a cualquier oferta, su legalidad debería ser evaluada deferentemente.

#### 3.7.2.4. Estándar jurídico propuesto

Sobre la base de las consideraciones antes expuestas, Kahan y Klausner proponen el siguiente régimen legal para las *lockup*, que combina las conclusiones de Ayres y Bainbridge con las preocupaciones de aquellos autores:<sup>(369)</sup>

---

(368) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, p. 1563-1564.

(369) KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, pp. 1564-1566.

- a) Debe determinarse si la *lockup* es *second-bidder* o *anticipatory*, pues estas son las que merecen un escrutinio judicial más estricto. Las *nonanticipatory first-bidder lockups* serán escrutadas bajo la *business judgement rule*, mientras que las primeras deberán pasar por los siguientes tres pasos.
- b) Si el valor de la *lockup* excede el costo razonable de presentar una oferta, la *lockup* debería ser invalidada. En *Revlon*, la Corte Suprema de Delaware comparó la *lockup* con el mayor valor que el postor *lockup* había otorgado con relación a la última oferta o al valor de la acción antes del proceso. El límite no es, entonces, un porcentaje fijo como proponía Bainbridge, sino, por el contrario, un criterio cuantitativo que permite determinar la existencia de un *overinsurance*, al mismo estilo de Ayres.
- c) La *lockup* debe haber sido otorgada en un proceso justo y transparente. Así, por ejemplo, la sociedad debería haber negociado los términos de la adquisición con el postor *lockup*, haber anunciado su interés en recibir ofertas y haberlas estudiado. Para determinar la equidad del proceso de subasta, son relevantes los criterios propuestos por Bainbridge (véase *supra* § 3.6.2).
- d) Finalmente, debería determinarse si hay indicios de un acuerdo con la administración, que, como se ha expuesto, podría ser implícito. Este análisis se realiza bajo el estándar de la *business judgement rule*.

El método de análisis delineado por Kahan y Klausner les permite proponer un estándar de revisión judicial de las acciones que lleva a cabo el directorio en el marco de una subasta activa, incluyendo las ventajas que podría otorgar a determinados

postores. De hecho, el examen de razonabilidad que sugieren es similar al diseñado por Bradbury (véase *supra* § 1.6). No obstante, en el capítulo primero, se ha indicado que permitir al directorio otorgar este tipo de ventajas tiene el mismo efecto que autorizarle a desplegar tácticas defensivas, lo cual resulta ciertamente inconveniente en un contexto en donde, por lo menos, existe un conflicto de interés presunto.



## CAPÍTULO 4

Otras medidas *antitakeover*4.1. *Shark repellents*

Un “repelente de tiburones” (*shark repellent*) es cualquier mecanismo empleado para volver todos los intentos futuros de adquisición hostil más difíciles, convenciendo a un potencial postor a no intentar un ataque sobre la objetivo y a buscar una objetivo menos preparada.<sup>(370)</sup> Los *shark repellents* también pueden emplearse para dificultar una posterior fusión. Usualmente, estos mecanismos son adoptados en la forma de estipulaciones del pacto social o del estatuto.

Existe doctrina bastante favorable a los *shark repellents*, al punto que llega a considerarlos una alternativa a la revisión judicial bajo estándares de deberes fiduciarios. Una vez más, por tratarse de medidas usualmente adoptadas con anterioridad a la probabilidad o formulación de la oferta pública de adquisición y

---

(370) GILSON, Ronald. *The Case Against Shark Repellents Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*. En: *Stanford Law Review*, Número 34, 1982. Publicado por Stanford Law Review, p. 775

acordadas por los propios accionistas, parecerían, a primera vista, traer menos complicaciones que las tácticas defensivas típicas.

Así, por ejemplo, muchos comentaristas sostienen que, cuando un postor tiene éxito en obtener el control en el voto de una sociedad objetivo, es injusto permitir a este postor ejercer el poder de voto para fijar los términos de una posterior fusión mediante la cual el postor adquiera las acciones de los accionistas que quedan (*second-step takeover merger*) y que esta segunda fase de la operación involucra un incumplimiento de deberes fiduciarios. Para Carney, la imposición judicial de este tipo de deberes impone costos prohibitivos o barreras absolutas para algunas adquisiciones, incluso para aquellas que son generadoras de riqueza. Si bien existe el riesgo de que algunas adquisiciones exploten el “dilema del prisionero” enfrentando a los accionistas de la objetivo con la amenaza de tener que enajenar sus acciones bajo términos inconvenientes, los accionistas pueden coordinar su respuesta a dicha amenaza mediante el empleo de *shark repellents*.<sup>(371)</sup>

Aunque la lista de *shark repellents* es mucho más amplia (véase *supra* § 1.4), en el presente apartado, se presentarán algunos de los más empleados y discutidos en la doctrina: los directorios escalonados efectivos, los requisitos de supermayoría, la ratificación por el accionista independiente, las reglas de precio justo y la delegación de poder de voto. Podrá percibirse que las posturas con relación a los *shark repellents* no son totalmente pacíficas.

#### 4.1.1. Directorios escalonados (*staggered boards*)

---

(371) CARNEY, William J. *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*. En: *American Bar Foundation Research Journal*, Volumen 8, Número 3, primavera de 1983. Publicado por Wiley, en nombre de American Bar Foundation, p. 341.

El directorio escalonado (*staggered board*) es una estipulación estatutaria que divide al directorio en tres partes, cada una de las cuales será elegida una vez cada tres años. De esta manera, se evita que un adquirente acceda rápidamente al control de la sociedad, por cuanto deberá esperar entre uno y dos años para dominar los dos tercios del directorio. Evidentemente, el directorio escalonado es efectivo (*effective staggered board* o ESB) cuando se acuerda que los directores no podrán ser removidos en cualquier momento o sin expresión de causa (este tipo de acuerdos no son eficaces en todos los ordenamientos societarios<sup>(372)</sup>).

Como explica Mascareñas, una de las razones esgrimidas a favor de este mecanismo es el mantenimiento de la continuidad y la estabilidad del equipo directivo, pues un directorio escalonado causará que la mayoría de este haya tenido experiencia en la gestión de la sociedad. Otra razón a su favor es que puede proteger mejor a los accionistas minoritarios en caso de que un postor hostil formule una oferta pública, pues permitirá a la administración negociar un mejor precio.<sup>(373)</sup>

La importancia de los directorios escalonados se ha incrementado con la aparición y proliferación de *poison pills*. Desde *Moran*, y más aun cuando en *Time* se dio cabida a la *just say no*, el derecho de sociedades permite a los administradores mantener una *pill* y, de esta manera, impedir una oferta hostil, mientras permanezcan en el cargo. En consecuencia, cuando los administradores mantienen su oposición a una oferta hostil, el postor podría obtener el control solamente si reemplaza a los directores con otros que rediman la *pill*. Esta alternativa de ganar el control del

---

(372) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 154°.

(373) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 205.

directorio mediante una victoria en la urna provee una válvula de seguridad en la cual el derecho corporativo ha confiado para proteger los intereses de los accionistas. Si es del interés de los accionistas que se remueva al directorio, se redima la *pill* y se concrete el cambio de control, entonces estos apoyarán la *proxy fight* del adquirente.

Nuevamente, las páginas de la *Stanford Law Review*, fueron escenario a comienzos de la década pasada de un debate entre la nueva generación de *shareholder choice* y la *management discretion* con ocasión de la fuerza *antitakeover* de los directorios escalonados. El intercambio de los trabajos del veterano Lucian Bebchuk, John Coates IV y Guhan Subramanian, por la primera escuela, y Stephen Bainbridge, Mark Gordon y Lynn Stout, por la segunda, es lo que se reseña a continuación. La discusión no pretende determinar la legalidad de una estipulación de directorio escalonado, sino establecer hasta qué momento se le debe dejar surtir efectos.

#### 4.1.1.1. La posición de la *shareholder choice*

Para esta escuela, Hay dos razones por las cuales un ESB constituye un serio impedimento a un oferente hostil que busca ganar el control de la sociedad pese a la objeción del directorio. En primer lugar, un directorio escalonado efectivo incrementa sustancialmente el retardo involucrado en la obtención del control del directorio y, especialmente, establece un retardo mínimo considerable. Sin importar cuándo emerge un oferta hostil, ganar el control del directorio tomaría al menos un año, un plazo demasiado largo en la dinámica de las adquisiciones corporativas. Segundo, para superar un ESB, el postor debe ganar dos elecciones, separadas en el tiempo, en lugar de un solo referéndum definitorio realizado en un momento determinado.

Bebchuk, Coates y Subramanian indican que, durante el periodo 1996-2000, ningún postor hostil ganó el control del directorio de una objetivo con ESB mediante una victoria en urna electoral. Según sus estudios, los ESB casi duplican (de 34% a 61%) la probabilidad de que una objetivo promedio permanezca independiente, disminuye (de 34% a 14%) la probabilidad de que el primer postor tenga éxito y disminuye (de 32% a 25%) la probabilidad de que una objetivo sea forzada a ser vendida a un *white knight* u otro subsecuente postor. El incremento sustancial en la probabilidad de permanecer independiente producido por el ESB es costoso para los accionistas de la objetivo. Permanecer independiente perjudica a los accionistas en comparación con el escenario en el cual la oferta hostil es aceptada. Más aun, para estos autores, los ESB no otorgan suficientes beneficios de contrapeso en términos de primas mayores e, incluso, puede que no provean dichos beneficios en absoluto. Encuentran que los ESB redujeron los retornos en un rango del 8-10% para los accionistas de las objetivos en la segunda mitad de la década de los noventa.<sup>(374)</sup>

Según afirma esta escuela, la mayoría de las sociedades que ahora tienen un ESB adoptaron este antes de que los accionistas hayan estado totalmente conscientes de la poderosa fuerza *antitakeover* que le ha sido reconocida por posteriores desarrollos en el derecho de adquisiciones. Específicamente, los accionistas que han aprobado directorios escalonados antes de 1990 se encontraron en la década del noventa atorados con un acuerdo cuyo poder *antitakeover* no pudo ser anticipado. En los noventa, los accionistas empezaron a comprender completamente el poder

---

(374) BEBCHUK, Lucian Arye, John C. COATES IV y Guhan SUBRAMANIAN. *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 54, Número 5, mayo de 2002. Publicado por Stanford Law Review, p. 887

*antitakeover* de los ESB y, liderados por inversionistas institucionales activistas, comenzaron a oponerse a este tipo de arreglos.

Las cortes han pensado que permitir a la administración mantener una *pill* mientras ejercen sus cargos es una medida proporcionada bajo *Unocal* debido a la disponibilidad de la válvula de seguridad de la competencia de *proxy*. Sin embargo, para Bechuk, Coates y Subramanian, esta válvula es ilusoria en las sociedades que cuentan con un ESB. En consecuencia, estos autores proponen que, al aplicar el *test* de proporcionalidad, las cortes no deberían permitir a la administración mantener una *pill* luego de que el directorio haya perdido una elección (pues ello implicaría la oposición de los accionistas a la resistencia del directorio contra el cambio de control). Permitir eso a los administradores luego de que se lleve a cabo este referéndum sería desproporcionado y, esencialmente, una medida de atrincheramiento. Por el contrario, prohibirlo sería consistente con *Unocal* y con *Moran* y, además, preservaría los beneficios que son usualmente citados para justificar a los ESB (esto es, estabilidad e independencia del directorio) a la vez que asegura que los ESB no sean indebidamente usados para derrotar ofertas que gozan de la aprobación de los accionistas.<sup>(375)</sup>

#### 4.1.1.2. La defensa de la *management discretion*

Bainbridge, uno de los principales defensores del modelo del *director primacy* (no confundir con la *management discretion*, pues Bainbridge defiende la conducción de subastas por el directorio), denuncia que la propuesta de Bechuk, Coates y

---

(375) BEBCHUK, Lucian Arye, John C. COATES IV y Guhan SUBRAMANIAN. *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 54, Número 5, mayo de 2002. Publicado por Stanford Law Review, p. 888.

Subramanian descansa en el principio de *shareholder primacy*, que establece (i) que los accionistas son los principales en cuyo nombre se organiza el gobierno corporativo, y (ii) que los accionistas ejercen (y deben ejercer) el control último de la compañía. Afirma que involucrar a los accionistas-inversionistas en la toma de decisiones corporativas amenaza con dislocar el mecanismo que vuelve útil a la sociedad listada: la centralización en el directorio de una autoridad para la toma de decisiones esencialmente no revisable. Para él, la principal virtud económica de la sociedad listada no es que permite la conjunción de grandes pozos de capital, sino que provee una estructura jerárquica de toma de decisiones para afrontar el problema de operar un gran negocio con numerosos empleados, administradores, accionistas, acreedores y otros *stakeholders*. Por ello, la pasividad del directorio en el contexto de una competencia de *proxy* sería inconsistente con las obligaciones del directorio hacia la sociedad y sus accionistas.<sup>(376)</sup>

Más aun, según Bainbridge, el *shareholder choice* debilitaría la autoridad del directorio en una diversidad de situaciones. Por ejemplo, si el postor puede fácilmente pasar por encima del directorio mediante la realización de una oferta pública de adquisición, preferirá, en lugar de negociar una fusión con el directorio, realizar una oferta *lowball* a los accionistas, quienes seguramente aceptarán debido a los problemas de acción colectiva que dificultan la resistencia de los accionistas. Bainbridge, además, teme el efecto multiplicador de la *shareholder choice* en la compañía. Discutiendo la legitimidad de la autoridad del órgano central de toma de decisiones en esto, la *undistorted shareholder choice* puede reducir el incentivo de

---

(376) BAINBRIDGE, Stephen. *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 807-808.

aceptar las decisiones del directorio en otros contextos, minando de esta manera el funcionamiento normal de la sociedad.<sup>(377)</sup>

Gordon asume una posición incluso más práctica para defender el uso de los ESB. Para él, cuando una sociedad listada recibe una oferta hostil a un precio que resulta atractivo para la mayoría de sus accionistas, puede fortalecer sus medidas defensivas para obtener un mejor acuerdo o encontrar una mejor oferta, pero sus días de independencia están probablemente contados.<sup>(378)</sup> Coffee, en la misma línea que Gordon, indica que “[e]n realidad, la resistencia de la administración a una adquisición tiene solo un impacto marginal en el resultado de las competencias por el control corporativo. En la mayoría de los casos, hay poco que la objetivo pueda hacer para continuar como una compañía independiente una vez que una postura hostil se ha lanzado, y estadísticamente solo aproximadamente del veinte al veinticinco por ciento de las compañías objetivo se mantienen independientes una vez que ha habido una oferta pública de adquisición inicial. Realísticamente, la elección de la objetivo es entre el rapto por el adquirente hostil o un matrimonio precipitadamente arreglado con un *white knight*”<sup>(379)</sup>.

Partiendo de dicha premisa, Gordon argumenta que, si bien la defensa “*just say no*” existe como una cuestión teórica, no es utilizable desde el punto de vista práctico, especialmente de cara a una determinada oferta con un precio atractivo para la mayoría de accionistas. La razón de esto es que los directores de la sociedad listada

---

(377) BAINBRIDGE, Stephen. *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, p. 809.

(378) GORDON, Mark. *Takeover Defenses Work*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 820-821.

(379) COFFEE, John, Jr. *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 5, junio de 1984, p. 1150.

representan y tienen un deber fiduciario de actuar en interés de los accionistas de la sociedad. Si alguien formula una oferta a un precio que es atractivo a la mayoría de los accionistas, los directores estarán presionados a (i) aceptar la oferta (luego de negociar su mejora); (ii) encontrar una mejor oferta de un tercero; o, (iii) tomar pasos afirmativos para mostrar que la sociedad puede lograr un mayor valor a través del crecimiento independiente. Si los directores no pueden tener éxito de manera rápida en la última opción, entonces, encontrarán muy difícil justificar en sus propias mentes (y frente a los accionistas, a la corte y a la opinión pública) que permanecer independiente es en el mejor interés de los accionistas. Esta lógica también aplica para las sociedades con directorios escalonados, pues si el *raider* tiene éxito en remover a un tercio del directorio y reemplazarlo con directores amigables, es previsible que los demás directores cedan antes que continúen luchando contra la expresa preferencia de los accionistas cuyos intereses los directores supuestamente deben representar.<sup>(380)</sup>

Mascareñas también señala la relativa facilidad de sortear la potencialidad defensiva. Según él, un postor hostil puede adquirir y/o votar por la mayoría de las acciones y nombrar a un tercio de los directores y bloquear todas las medidas de los dos tercios restantes a través de juntas extraordinarias de accionistas, que él controlaría al tener la mayoría. Además, podría proponer en una de esas juntas la disolución del sistema de elección escalonada.<sup>(381)</sup> No obstante, este argumento resulta plausible únicamente cuando el postor ha logrado la adquisición de una mayoría absoluta de las acciones, lo cual no siempre ocurre en las sociedades de accionariado difundido.

---

(380) GORDON, Mark. *Takeover Defenses Work*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 820-821.

(381) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 205.

Para Stout, la noción de que desincentivar ofertas necesariamente reduce la riqueza de los accionistas reposa enteramente en un análisis *ex post*. En otras palabras, únicamente considera cómo las medidas *antitakeover* afectan a los accionistas de la objetivo una vez que la oferta ha sido realizada. Pero este no el único instante en el cual debe considerarse la influencia de las medidas *antitakeover* en la riqueza de los accionistas, sino que, por el contrario, es imposible comprender plenamente el propósito o efectos de las reglas *antitakeover* sin examinarlos también desde el momento en que se establecen estas medidas, es decir, desde una perspectiva *ex ante*.<sup>(382)</sup>

En esa línea de argumentación, Stout señala que muchas firmas tienen contratos implícitos (entendimientos informales y legalmente inexigibles) con quienes forman el equipo de la sociedad (desde inversionistas financieros, como accionistas y acreedores, hasta inversionistas de capital humano, como ejecutivos y empleados). Por ejemplo, los empleados usualmente creen que, si permanecen en la sociedad, se desempeñan bien y la sociedad prospera, recibirán en el futuro no solo los beneficios a los que tienen derecho de acuerdo con sus contratos de trabajo, sino también ascensos y estabilidad laboral. Más aun, las empresas incentivan estas creencias, inspirando a sus empleados a trabajar más y a invertir más en capital humano adecuado a la compañía (conocimientos, habilidades y relaciones interpersonales que son valiosas para esta). Estos entendimientos no pueden ser materializados en un contrato, pues abordan situaciones con alto grado de incertidumbre. Dado que estos entendimientos implícitos no son exigibles ante una corte, surge naturalmente la

---

(382) STOUT, Lynn A. *Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post / Ex Ante Valuation Problem*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, p. 847.

pregunta ¿dónde son exigibles? La exigibilidad es importante, pues, de otra manera, quienes forman la sociedad podrían oportunamente renegar de sus compromisos implícitos, apropiándose de la riqueza del equipo. Una alternativa es dejar la exigibilidad de estos entendimientos implícitos al directorio.<sup>(383)</sup>

Los participantes en una sociedad listada afrontan sus problemas de contratación y vulnerabilidad mutua entregando el control de los activos y ganancias de la sociedad al directorio, el cual, a su vez, se encarga de administrar la sociedad de modo tal que incremente la riqueza de los accionistas y también proporcione beneficios extracontractuales a los otros participantes. Entender al directorio como un “jerarca mediador” y otorgarle dicha libertad puede imponer costos a los accionistas *ex post*, porque los accionistas que ceden el control de la sociedad al directorio inevitablemente corren el riesgo de que este emplee dicha autoridad para ceder los intereses de otros participantes en la sociedad. Sin embargo, los accionistas también pueden beneficiarse de ello, pues, *ex ante*, obtienen algo más valioso a cambio: la posibilidad de reclutar y retener administradores y empleados talentosos e inspirarlos a esforzarse e invertir en la sociedad.<sup>(384)</sup>

En este sentido, Stout sostiene que hay razones para sostener que los beneficios *ex ante* derivados de las medidas *antitakeover* son posibles no solo en la teoría, sino también en una variedad de situaciones de negocio comunes. Así, en una sociedad que recién comienza a operar las medidas *antitakeover* pueden jugar un papel importante en retener y motivar a un equipo gerencial hábil, dedicado y

---

(383) STOUT, Lynn A. *Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post / Ex Ante Valuation Problem*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 847-848.

(384) STOUT, Lynn A. *Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post / Ex Ante Valuation Problem*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 848-849.

especializado, de cuyas decisiones y esfuerzos depende la prosperidad de la sociedad. Estos beneficios también pueden materializarse en firmas maduras, en donde la práctica sugiere que los aportes extracontractuales de los ejecutivos y otros empleados son usualmente vistos como vitales para el éxito de la compañía.<sup>(385)</sup>

Por las razones antes mencionadas, la escuela de la *management discretion* sostiene que las estipulaciones que establecen directorios escalonados no solo son legales, sino también que las cortes deben permitir que surtan todos sus efectos.

#### 4.1.1.3. Posiciones críticas sobre el debate

En el debate reseñado, discutir sobre directorios escalonados no es lo mismo que hacerlo sobre cualquier otra medida defensiva, pues este *shark repellent* incide sobre la organización corporativa a su más alto nivel. Dependiendo de la posición que se adopte, se privilegiará la estabilidad y los planes a largo plazo de la sociedad o los efectos inmediatos del cambio de control.

La propuesta de regulación de los jueces Allen, Jacobs y Strine es que las sociedades elijan directorio por un plazo forzoso de tres años (y no anualmente), pero que, en vez de permitir que la administración maneje la maquinaria de *proxy* y los recursos electorales de la sociedad para excluir a los *outsiders*, se garantice un acceso equitativo a los candidatos propuestos por accionistas que tengan por lo menos el cinco por ciento del poder de voto de la compañía. Esta propuesta favorece el modelo de propiedad, por cuanto los inversionistas institucionales de largo plazo

---

(385) STOUT, Lynn A. *Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post / Ex Ante Valuation Problem*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 851-852.

tendrán mayor oportunidad para elegir directores que, ante ofertas de adquisiciones, serán coherentes con los intereses de los accionistas. Y también favorece el modelo de administración, pues permite al directorio implementar planes a largo plazo que beneficien a todos los inversionistas en bienestar de la compañía.<sup>(386)</sup>

No obstante esta interesante propuesta teórica, lo cierto es que el debate de los directorios escalonados debe tener en cuenta la naturaleza esencialmente prospectiva, esto es, anterior a la oferta, de estas medidas *antitakeover*. Estos argumentos han sido formulados anteriormente (véase *supra* § 1.7), aunque, en estas líneas vale recordar que, siempre que una estipulación del pacto social o del estatuto regulando un directorio escalonado sea adoptada por los accionistas, debería considerarse válida y permitírsele desplegar todos los beneficiosos efectos que predica la *director primacy*: de eso se trata el “constitucionalismo corporativo”.

Sin embargo, también es cierto que el mantenimiento de una táctica defensiva como la *poison pill* combinada con un ESB resulta irrazonable si es que el directorio ha perdido una elección. En tal caso, en línea de lo que se ha planteado en el capítulo primero, la regla de la *shareholder choice* indicaría que los accionistas han manifestado su voluntad de detener la actuación de tácticas defensivas y, en consecuencia, el directorio estará obligado sin duda a redimir la *pill*.

#### 4.1.2. Voto de supermayoría

---

(386) ALLEN, William T., Jack B. JACOBS y Leo E. STRINE, Jr. *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 2, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 1073.

Las reglas de mayoría convencionales pueden maximizar la oportunidad de los postores de poner a los accionistas de la objetivo en un dilema del prisionero, por lo cual las reglas de voto supermayoritario en fusiones *takeout* son una respuesta popular al problema. Así, si el voto aprobatorio de accionistas que representen el 90% de las acciones en circulación es necesario para aprobar la fusión con un accionista que ya tiene una participación significativa, entonces el riesgo de que los accionistas de la objetivo tengan que enajenar sus acciones en términos poco convenientes se reduce al 10%.

No obstante, Carney señala que nada menos que una regla que exija la unanimidad asegurará la paridad de trato y un precio universalmente aceptable: la disparidad de trato permanece posible si las fusiones *takeout* pueden afectar cualquier accionista.<sup>(387)</sup> Por tanto, para Carney, una cláusula de supermayoría llegará a desplegar sus efectos beneficiosos únicamente si es que exige un voto unánime, algo impensable en el derecho de sociedades moderno. Aunque el principal argumento a su favor se ve así debilitado, la evaluación de legalidad de estas estipulaciones no tiene por qué variar de las otras medidas *antitakeover* prospectivas.

#### 4.1.3. Ratificación por el accionista o directores independientes

Es un *shark repellent* que exige para la aprobación de fusiones con empresas vinculadas por titulares de una mayoría de acciones diferentes al postor ganador. La racionalidad es que este voto de aprobación es una fuente de negociaciones del postor ganador con los intereses de la minoría y un voto aprobatorio indica que un

---

(387) CARNEY, William J. *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*. En: *American Bar Foundation Research Journal*, Volumen 8, Número 3, primavera de 1983. Publicado por Wiley, en nombre de American Bar Foundation, pp. 376-378.

intercambio mutuamente beneficioso ha sido acordado.<sup>(388)</sup> En otra versión de este *shark repellent*, también puede exigirse la aprobación por directores independientes.

#### 4.1.4. Reglas de precio justo

Estas reglas, que se enfocan más en la cuestión distributiva, aseguran a los accionistas que no han vendido sus acciones un precio justo en el escenario de una fusión, estableciendo una fórmula basada en precios de mercado anteriores, precio de oferta pública de adquisición, o alguna *ratio* precio-retornos como precio mínimo a ser pagado por dichas acciones.<sup>(389)</sup>

#### 4.1.5. Delegación del poder de regateo

Mediante la delegación de facultades para negociar los términos de una venta a un agente, los accionistas pueden coordinar su regateo y asegurar paridad de trato. Esta delegación puede realizarse a favor de la administración o de un tercero. Las fusiones claramente involucran este mecanismo, por cuanto es el directorio quien debe aprobar el proyecto de fusión antes de ser presentado a los accionistas. Algunos requisitos de supermayoría demasiado altos pueden prever que serán aplicables las reglas de mayoría convencionales si los directores no vinculados al potencial postor de la fusión aprueban el proyecto de fusión.

---

(388) CARNEY, William J. *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*. En: *American Bar Foundation Research Journal*, Volumen 8, Número 3, primavera de 1983. Publicado por Wiley, en nombre de American Bar Foundation, pp. 378.

(389) CARNEY, William J. *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*. En: *American Bar Foundation Research Journal*, Volumen 8, Número 3, primavera de 1983. Publicado por Wiley, en nombre de American Bar Foundation, pp. 379.

#### 4.2. Paracaídas dorados (*golden parachutes*)

Los contratos de indemnización por despido a causa de una adquisición (*takeover-activated severance pay contracts*), más conocidos como paracaídas dorados (*golden parachutes*), establecen un pago a favor de determinados ejecutivos en caso de ocurrir un cambio en el control corporativo. Puede consistir de un salario base, bonos, beneficios pensionarios, seguro médico, seguro de vida, *stock options*, y planes de recompra de acciones (*stock buy-back plans*). Los ejecutivos pueden cobrar estos pagos cuando sus funciones son alteradas, sus salarios son disminuidos, o pierden sus empleos como consecuencia del cambio de control.<sup>(390)</sup>

Aunque hay autores que clasifican los *golden parachutes* como una variedad de *shark repellent*,<sup>(391)</sup> desde hace tiempo la doctrina del *common law* ha preferido explicar este fenómeno como un intento de resolver un problema de agencia: si un administrador recibe un pago más alto que el costo de perder su empleo y sus privilegios como resultado de un cambio de control, entonces estará menos tentado a intentar bloquear una adquisición hostil.<sup>(392)</sup> Los administradores actuarán ante una oferta hostil persiguiendo los intereses de los accionistas, sin preocuparse por la pérdida de sus empleos, ingresos u otros beneficios. Desde esta perspectiva, el *golden parachute* no es una medida *antitakeover* y, por el contrario, constituye un instrumento contractual para alinear los intereses de la administración y de los

---

(390) MACHLIN, Judith C., Hyuk CHOE y James A. MILES. *The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity*. En: *Journal of Law and Economics*, Volumen 36, Número 2, octubre de 1993. Publicado por The University of Chicago Press para The Booth School of Business of the University of Chicago y The University of Chicago Law School, p. 862.

(391) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 207.

(392) BARON, David P. *Tender offers and management resistance*. En: *The Journal of Finance*, Volumen 38, Número 2, *Papers and Proceedings Forty-First Annual Meeting American Finance Association, New York, December 28-30, 1982*, mayo de 1983. Publicado por American Finance Association.

accionistas y para evitar el oportunismo de la administración. Vale la pena, sin embargo, comentar las particularidades analíticas que sobre él se han esbozado.

Los *golden parachutes* generan una singular controversia. Si bien sus defensores aseguran que incrementan la riqueza de los accionistas, reduciendo el conflicto agente-principal entre accionistas y administración y facilitando así una adquisición exitosa, sus opositores señalan que son perjudiciales para los intereses de los accionistas, pues incrementan el costo de adquisición desviando inapropiadamente riqueza a favor de administradores que no lo merecen o, peor aún, que introducen un riesgo moral al incentivar a los administradores a forzar el éxito de una adquisición que no es beneficiosa para los accionistas.<sup>(393)</sup> Lambert y Larcker y Jensen han reforzado su clásica defensa indicando que la adopción de un *golden parachute* podría transmitir al mercado el conocimiento privilegiado de la administración de un intento de adquisición específico y próximo o la creencia de la administración de que la firma posee características que la vuelven un posible objetivo. Esta hipótesis predice que el precio de las acciones aumenta con el anuncio de un *golden parachute*.<sup>(394)</sup> Machlin, Choe y Miles han conducido un análisis estadístico que demostraría que el número de ofertas de adquisición es considerablemente mayor para aquellas firmas que poseen

---

(393) MACHLIN, Judith C., Hyuk CHOE y James A. MILES. *The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity*. En: *Journal of Law and Economics*, Volumen 36, Número 2, octubre de 1993. Publicado por The University of Chicago Press para The Booth School of Business of the University of Chicago y The University of Chicago Law School, p. 861.

(394) JENSEN, Michael. *Takeovers: Their Causes and Consequences*. En: *Journal of Economic Perspectives*, Volumen 2, 1988, p. 21-48; LAMBERT, Richard y David LARCKER. *Golden Parachutes, Executive Decision Making and Shareholder Wealth*. En: *Journal of Accounting and Economics*, Volumen 7, p. 179-203. Citados por: MACHLIN, Judith C., Hyuk CHOE y James A. MILES. *The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity*. En: *Journal of Law and Economics*, Volumen 36, Número 2, octubre de 1993. The University of Chicago Press, The Booth School of Business of the University of Chicago, The University of Chicago Law School, p. 863.

un *golden parachute* y que el tamaño de este influencia positiva y significativamente en la magnitud de la prima de adquisición.<sup>(395)</sup>

Más aun, Harris se da cuenta de que dicha razón para la existencia de *golden parachutes* por si sola no explica por qué, en la práctica, su adopción viene acompañada con medidas *antitakeover* establecidas por los propios accionistas, teniendo en cuenta que la necesidad de los costosos *golden parachutes* se origina, en parte, en la adopción de medidas *antitakeover*. En otras palabras, si los accionistas no incrementaran la capacidad de la administración de bloquear ofertas hostiles mediante el establecimiento de medidas *antitakeover*, entonces, no existiría necesidad de pagar a los administradores para que no frustren estas ofertas. Sin embargo, para él, la adopción conjunta de medidas *antitakeover* con *golden parachutes* permite a los accionistas de la objetivo obtener una mayor proporción de las ganancias por sinergia que resultarán de combinar la sociedad con el postor.<sup>(396)</sup>

El resultado enunciado resulta del hecho de que la adopción de medidas *antitakeover* tiene el efecto de colocar a la administración en la posición de “regateador” en representación de los accionistas, a fin de negociar el precio que será pagado por el postor. Ahora bien, si los administradores que son titulares de acciones de la objetivo actúan como “regateador”, el mínimo por el cual accederán a vender la objetivo excede el valor autónomo (“*stand-alone value*”) de esta última, por cuanto los administradores sufrirán una disminución en su utilidad derivada de la pérdida de sus empleos si es que la objetivo es adquirida. Los accionistas no administradores pueden

---

(395) MACHLIN, Judith C., Hyuk CHOE y James A. MILES. *The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity*. En: *Journal of Law and Economics*, Volumen 36, Número 2, octubre de 1993. Publicado por The University of Chicago Press para The Booth School of Business of the University of Chicago y The University of Chicago Law School, p. 875.

(396) HARRIS, Ellie G. *Antitakeover Measures, Golden Parachutes and Target Firm Shareholder Welfare*. En: *The RAND Journal of Economics*, Volumen 21, Número 4, invierno de 1990. Publicado por The RAND Corporation, p. 615.

beneficiarse de esta diferencia, que incentiva a los administradores a buscar un precio mayor. Sin embargo, puede ocurrir que la función de utilidad de los administradores sea tal que se nieguen a cerrar un acuerdo, incluso si el precio ofrecido por un postor asegura que los accionistas de la objetivo obtengan sustancialmente todas las ganancias de la sinergia. En tal supuesto, los accionistas de la objetivo pueden beneficiarse adoptando medidas *antitakeover* que fortalezcan la capacidad de negociación de la administración y otorgando un *golden parachute* que incentive a la administración de la objetivo a cerrar el acuerdo.<sup>(397)</sup>

#### 4.3. *Employment stock ownership plan (ESOP)*

La propiedad de los trabajadores sobre la empresa es el resultado, en gran parte, de una convergencia inusual de pensamientos económicos provenientes de los extremos del espectro político del antiguo sistema bipolar. De un lado, estaban quienes sostenían que el control de la empresa por sus trabajadores triunfaría ahí donde el estado había fracasado en igualar el poder y la riqueza y en disminuir la alienación y la explotación. En la otra orilla, estaban quienes, decepcionados por la ineficiencia de las formas tradicionales de relación trabajadores-administración, pensaban que la propiedad laboral mejoraría la productividad y alinearía los intereses de los trabajadores con el de los capitalistas.<sup>(398)</sup>

Al menos en los Estados Unidos de América, los esfuerzos de promover la propiedad de los empleados se han centrado en el desarrollo de planes de propiedad

---

(397) HARRIS, Ellie G. *Antitakeover Measures, Golden Parachutes and Target Firm Shareholder Welfare*. En: *The RAND Journal of Economics*, Volumen 21, Número 4, invierno de 1990. Publicado por The RAND Corporation, p. 615.

(398) HANSMANN, Henry. *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 99, Número 9, junio de 1990. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1751.

accionarial de los trabajadores (*employee stock ownership plans* o ESOP), los cuales, si bien fueron promovidos activamente desde la década de los cincuenta, no fueron populares hasta que se descubrió que podrían ser utilizados como tácticas defensivas ante ofertas hostiles<sup>(399)</sup> y, más precisamente, hasta que la *Employee Retirement Income Security Act* de 1974, promovida por el senador demócrata Russell Long, estableció subsidios tributarios a los ESOP que asumían préstamos bancarios a fin de adquirir grandes cantidades de las acciones de la compañía.<sup>(400)</sup>

Un ESOP es un plan pensionario que invierte los activos del retiro de los empleados en la sociedad para la cual los accionistas trabajan. El plan se financia con estas contribuciones regulares efectuadas por el empleador, que son deducibles, con ciertos límites. El primer paso luego de que el directorio autoriza la creación de un ESOP es el establecimiento de un fideicomiso (*trust*) y el nombramiento de un factor fiduciario (*trustee*). El siguiente paso depende de la estructuración financiera del ESOP. El empleador puede contribuir al fondo con acciones de propia emisión o con dinero para adquirir acciones existentes. No obstante, los ESOP defensivos usualmente son apalancados, en cuyo caso el ESOP adquiere un paquete importante de acciones con fondos prestados por un prestamista o por la misma sociedad. Estas acciones se mantienen en una cuenta de suspenso hasta su colocación individual en los empleados. A medida que las acciones son distribuidas, la compañía realiza contribuciones al ESOP que son usados para amortizar el préstamo.<sup>(401)</sup> Cuando el

---

(399) HANSMANN, Henry. *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 99, Número 9, junio de 1990. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1797.

(400) FIELD, Ezra S. *Money for Nothing and Leverage for Free: The Politics and History of the Leveraged ESOP Tax Subsidy*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 97, Número 3, abril de 1997. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 740-741.

(401) GRANNIS, Eric. *A Problem of Mixed Motives: Applying "Unocal" to Defensive ESOPs*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 92, Número 4, mayo de 1992. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 861.

empleado es cesado o se jubila, venderá sus acciones y recibirá el valor de mercado.<sup>(402)</sup>

Convencionalmente, se ha aceptado que la participación de los trabajadores en el gobierno corporativo es deseable, pero que el alto costo del capital (esto es, la iliquidez) y el riesgo que los trabajadores tienen que soportar son inconvenientes importantes. Teniendo en cuenta este criterio, lo esperable sería que la propiedad de los trabajadores se estructure de modo tal que maximice su participación en el control, pero que minimice su contribución al capital. Por el contrario, paradójicamente, Hansmann señala que los ESOP usualmente proporcionan participación en las utilidades y no en el control, es decir, una parte sustancial de las acciones de titularidad del ESOP no tienen derecho a voto o, si lo tienen, este derecho es ejercido por un fiduciario (*trustee*). Para este autor, el hecho de que los trabajadores típicamente no participen en el gobierno de las sociedades que tienen ESOP sugiere que los estructuradores de dicho plan creen que la reducción en los costos de agencia que puede resultar de volver a la administración directamente responsable ante los trabajadores sería superada por los costos (por ejemplo, decisiones ineficientes o altos costos del proceso) que se generarían por el proceso político requerido para dicha responsabilidad. Más aun, los ESOP que no otorgan derecho de voto a los trabajadores podrían ser explicados como una protección frente a adquisiciones hostiles.<sup>(403)</sup>

---

(402) THE NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP. *How an Employee Stock Ownership Plan (ESOP) Works*. En: <http://nceo.org/articles/esop-employee-stock-ownership-plan>

(403) HANSMANN, Henry. *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 99, Número 9, junio de 1990. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1799-1800.

Estos planes pueden ser determinantes en una competencia por la adquisición porque colocan un número sustancial de acciones en manos de los empleados que tenderán a apoyar a la administración mediante sus decisiones de venta y de voto. Los empleados difícilmente venderán sus acciones a un postor hostil y votarán en contra del postor hostil en una competencia de *proxy*. Esto se debe a que los empleados son más accesibles a los argumentos de la administración para rechazar una adquisición que los otros accionistas. Más aun, los intereses de los trabajadores pueden ser radicalmente diferentes de los de los otros accionistas porque, aunque los empleados comparten un interés como accionistas, los movimientos corporativos tendrán un impacto adicional en ellos como empleados. Así, por ejemplo, una reestructuración de la compañía que reduzca costos laborales será poco atractiva para los empleados que perderán sus empleos.<sup>(404)</sup>

A diferencia de otras medidas defensivas, los ESOP también tienen una función de negocio: son planes de retribución a los trabajadores que, supuestamente, incrementan la productividad mediante la entrega a los trabajadores de un interés en la compañía. Por eso, para Grannis, esta combinación de funciones defensiva y de negocio complica la tarea judicial de escrutar su uso. Salvo que exista la casualidad de un memorándum revelador, una corte tendrá que desatar el nudo formado por estos propósitos defensivo y de negocios que se entrelazan.<sup>(405)</sup> Peor aún, para evitar la aplicación del estándar de *Unocal*, la administración podría argumentar que su ESOP no es una medida defensiva, sino una decisión de negocio justificada pues mejora la productividad de los empleados, que *Unocal* no obliga a la administración abstenerse

---

(404) GRANNIS, Eric. *A Problem of Mixed Motives: Applying "Unocal" to Defensive ESOPs*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 92, Número 4, mayo de 1992. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 862-863.

(405) GRANNIS, Eric. *A Problem of Mixed Motives: Applying "Unocal" to Defensive ESOPs*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 92, Número 4, mayo de 1992. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 851-852.

de tomar decisiones de negocios solamente porque desalientan adquisiciones potenciales, y que la *business judgment rule* prevé la deferencia judicial a este tipo de decisiones. Con esta argumentación, la administración podría lograr que el juez aplique el indulgente análisis de la *business judgment rule*.<sup>(406)</sup>

Grannis propone un interesante método para evaluar los ESOP. Según él, la corte debe comenzar su análisis determinando independientemente si la adopción de la ESOP sirve en realidad a un propósito de negocio, ponderando los beneficios (esto es, el aumento de la productividad) y costos de la ESOP. Esta determinación es compleja y altamente especulativa, pues implica cálculo y valoración de las estadísticas y, en consecuencia, las ESOP usualmente pasarán esta primera fase del *test*. En la segunda fase, la corte deberá comparar la ESOP adoptada con una ESOP de características diferentes, es decir, establecer si existe una ESOP que pudo haber logrado el mismo aumento de la productividad. Si la corte establece que la ESOP tiene un impacto defensivo innecesario para los propósitos de negocio de la sociedad, entonces, analizará dicha medida bajo el estándar de *Unocal*.<sup>(407)</sup>

#### 4.4. Las defensas incrustadas (*embedded defenses*)

Son cláusulas que se encuentran en contratos de la sociedad con terceros y que establecen una situación jurídica de desventaja para la sociedad o para una operación de adquisición hostil, en caso de que la sociedad sea adquirida o se formule contra ella una oferta pública de adquisición.

---

(406) GRANNIS, Eric. *A Problem of Mixed Motives: Applying "Unocal" to Defensive ESOPs*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 92, Número 4, mayo de 1992. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., p. 878.

(407) GRANNIS, Eric. *A Problem of Mixed Motives: Applying "Unocal" to Defensive ESOPs*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 92, Número 4, mayo de 1992. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 878-880.

En abril de 1987, el sindicato de pilotos de United Airlines propuso una *buyout* de la aerolínea por US\$ 4.5 billones altamente apalancada, la cual pretendía entregar a los empleados la propiedad de la aerolínea a prorrata de sus remuneraciones y beneficios sociales. El directorio de UAL Corp., la *parent* de United Airlines, bloqueó la oferta de los pilotos a través de una *dead-hand poison pill* y retomó sus negociaciones con la International Association of Machinists (IAM), que representaba un tercio de los empleados de UAL. UAL y IAM anunciaron un convenio colectivo mediante el cual (i) IAM podría entrar en huelga, a pesar de que había renunciado a dicho derecho anteriormente, y (ii) se estructuraría cualquier plan de propiedad laboral (*employee stock plan*) con relación al salario de mercado y no real, como proponían los pilotos (IAM sostenía que los pilotos estaban sobreremunerados).

El sindicato de pilotos demandó la invalidez de tales acuerdos del convenio colectivo entre UAL y IAM. Fue entonces que el juez Richard Posner percibió que dichas cláusulas del convenio colectivo fueron adoptadas no para resolver un conflicto entre United Airlines y sus maquinistas, sino para evitar que los pilotos tomen el control de la compañía, constituyendo entonces aparatos *antitakeover*, que violaban el derecho de Delaware. El Séptimo Circuito confirmó la decisión de la corte distrital afirmando que estas defensas no cumplían con el primer paso de *Unocal*, que requiere una amenaza cierta, pues el directorio de UAL no consideró adecuadamente las provisiones contractuales o sus efectos posibles en la propuesta de los pilotos. Tampoco cumplían con el segundo paso, que exige razonabilidad en la medida, pues el directorio no podía revocar unilateralmente los acuerdos.<sup>(408)</sup>

---

(408) SUBRAMANIAN, Guhan. *The Emerging Problem of Embedded Defenses: Lessons from Air Line Pilots Ass'n. International v. UAL Corp.* En: *Harvard Law Review*, Volumen 120, Número 5, marzo de 2007. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1240-1242.

Nótese cómo, en *UAL Corp.*, la *embedded defense* fue adoptada como una táctica defensiva (no como medida prospectiva) y, en consecuencia, se evaluó bajo el estándar de *Unocal*. Si una *embedded defense* fuese adoptada por el directorio con anterioridad a la oferta o a su probabilidad debería ser evaluada bajo la *business judgment rule*, como se ha sostenido en este trabajo.

#### 4.5. El suicidio como estrategia

La *crown jewels defense* es una táctica defensiva mediante la cual la sociedad objetivo, frente a una inevitable toma de control hostil, liquida, transfiere o escinde todos sus activos para ser menos atractiva. Una modalidad extrema es la *scorched-earth defense* (defensa de “tierra quemada”), en la cual la objetivo liquida todos sus activos o la mayoría de ellos.<sup>(409)</sup>

Cabe señalar que tanto la *crown jewels defense* como la *scorched-earth defense* estarían sujetas, si es que adoptan la forma de un contrato de compraventa, a que se respete la competencia de la junta general de accionistas de acordar la enajenación de activos que supera determinado monto. Igualmente, si es que toman la forma de una escisión, se enfrentaría a una posible oposición de los acreedores.<sup>(410)</sup>

#### 4.6. Readquisición defensiva de acciones (*defensive stock repurchases*) mediante operaciones de mercado abierto (*open market repurchases*) o auto-OPA (*self tender offer*)

---

(409) MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 196.

(410) Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 383°.

Es importante comenzar aclarando que una sociedad puede readquirir sus acciones mediante readquisiciones en mercado abierto (*open market repurchases*) o mediante una auto-OPA (*self tender offer* o *repurchase tender offer*). Las readquisiciones en mercado abierto es la forma más común de readquisición de acciones, mediante la cual la sociedad adquiere acciones de propia emisión en el mercado, a través de un bróker.<sup>(411)</sup> La auto-OPA es una oferta pública formulada por la sociedad para adquirir acciones de propia emisión, usualmente a una prima por encima del precio de mercado. En general, las auto-OPA han sido usualmente asociadas con adquisiciones hostiles porque fueron usadas como tácticas defensivas en un número de importantes batallas por el control en la década de los ochenta.<sup>412</sup> No obstante, los estudios empíricos sugieren que solo del quince al veinte por ciento de las auto-OPA están relacionadas con la amenaza de una oferta hostil.<sup>(413)</sup>

Aunque la regulación del mercado de valores pretende reducir la presión asociada, una oferta pública de adquisición hostil obliga al accionista a adoptar una inminente decisión de inversión: elegir entre vender sus acciones al postor al precio de mercado o mantener su inversión en una probable posición minoritaria. La oferta de adquisición formulada por una sociedad objetivo en el mercado abierto luego de que un tercero ha anunciado una oferta pública aumenta aún más la distorsión en la decisión del accionista. Al demostrar la administración que no está a favor de la oferta del tercero, el accionista tendrá incertidumbre sobre el éxito de la oferta y, en

---

(411) FRIED, Jesse M. *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 67, Número 2, primavera de 2000. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 432.

(412) DITTMAR, Amy. *Why do Firms Repurchase Stock*. En: *The Journal of Business*, Volumen 73, Número 3, Julio de 2000. Publicado por The University of Chicago Press, p. 333.

(413) FRIED, Jesse M. *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 67, Número 2, primavera de 2000. Publicado por The University of Chicago Law Review, p. 422.

consecuencia, el perjuicio, que antes era contra conservar su inversión, se desplaza contra la venta de las acciones. Más aun, los accionistas deben vender sus acciones rápidamente, antes de que la objetivo derrote al tercero y el precio de mercado caiga, pues las operaciones de mercado abierto no se sujetan a los plazos regulatorios de la oferta pública.<sup>(414)</sup>

De manera idéntica a Friedman, los profesores Bradley y Rosenzweig argumentan que las readquisiciones defensivas generan una presión sustancial en los accionistas de la objetivo para vender sus acciones a la objetivo, en la misma manera que las ofertas públicas de adquisición de una sociedad contra otra crean una presión para los accionistas de la objetivo de vender sus acciones al postor hostil. Por eso, se manifiestan en contra de un entorno regulatorio que permita las readquisiciones defensivas sin protecciones significativas a favor de los accionistas de la objetivo y proponen que todas las readquisiciones defensivas cumplan con los requerimientos de una auto-OPA bajo la regulación del mercado de valores.<sup>(415)</sup>

Más aun, los mencionados autores sugieren que la auto-OPA sí puede ser usada como una protección contra los asaltantes corporativos. A manera de ejemplo, considérese una oferta pública de adquisición en la que el propósito del postor sea asegurar el 51% de las acciones de la objetivo por un precio apenas por encima del valor de mercado, liquidar la sociedad (o, si se trata de una *two-tier front-end loaded tender offer*, efectuar luego una oferta por un precio sustancialmente menor) y, así, expropiar la riqueza de los accionistas minoritarios. En ausencia de una oferta

---

(414) FRIEDMAN, Louis P. *Defensive Stock Repurchase Program: Tender Offers in Need of Regulation*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 38, Número 2, enero de 1986. Publicado por Stanford Law Review, pp. 570-571.

(415) BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. *Defensive Stock Repurchases*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 99, Número 7, mayo de 1986. Publicado por The Harvard Law Review Association, p. 1378.

alternativa, la respuesta maximizadora de beneficios que adoptarán los accionistas será vender las acciones. Para adoptar dicha solución, los accionistas razonarán que si la oferta no tiene éxito, su riqueza permanecerá igual, pero si la oferta tiene éxito, el efecto en su riqueza dependerá de su decisión de venta: (i) si venden, recibirán como mínimo el 51% del valor de mercado pre-oferta de sus acciones, pero (ii) si no venden, la totalidad de sus acciones perderán valor. Para Bradley y Rosenzweig, una solución a este aparente “problema del prisionero” es permitir que la administración de la objetivo formule una auto-OPA. Por razones financieras, siempre que el valor total de la oferta pública de adquisición hostil sea menor al valor de las acciones de la sociedad, la objetivo podrá formular una oferta que compita y prevalezca sobre la hostil, por ejemplo, ofreciendo una prima sustancialmente mayor al precio de mercado.<sup>(416)</sup>

Sin embargo, las auto-OPA deberían ser permitidas únicamente si buscan adquirir por o menos el número de acciones que el postor hostil planea adquirir y si no son discriminatorias, es decir, si no excluyen las acciones que el postor hostil pueda haber adquirido con anterioridad a la formulación de su oferta.

#### 4.7. *Greenmail*

El greenmail es la adquisición por un postor hostil de acciones de una posible objetivo, como amenaza de una toma de control, que obliga de esta manera a la administración a readquirir estas acciones a una prima a fin de detener dicha toma de control. Quienes defienden la necesidad de que el *greenmail* sea regulado señalan dos

---

(416) BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. *Defensive Stock Repurchases*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 99, Número 7, mayo de 1986. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1412-1414.

objecciones. Primero, sostienen que el *greenmail* debe ser controlado porque, supuestamente, es inequitativo para los accionistas que no se benefician de los pagos (la objeción de “injusticia”). Segundo, los críticos aducen que la administración paga el *greenmail* en un intento egoísta de prevenir un cambio en el control corporativo que amenace sus empleos. Bajo este punto de vista (la hipótesis de los costos de agencia), la administración usa activos de la sociedad para salvar sus empleos cuando la adquisición de un bloque minoritario significativo augura una oferta por el cambio de control que, de otra manera, beneficiaría a los accionistas.<sup>(417)</sup>

La hipótesis de atrincheramiento de la gerencia (“*management-entrenchment hypothesis*”) y la hipótesis del bienestar de los accionistas (“*shareholder-welfare hypothesis*”) hacen predicciones contrarias sobre el efecto del pago de *greenmail* en el precio de las acciones. La primera predice que los pagos de *greenmail* causarían que el precio de las acciones de la objetivo caerá debido a que el mercado ajustará el precio de las acciones para reflejar la incrementada ineficiencia de la compañía y la pérdida de sus activos. Por el contrario, la segunda predice que los pagos de *greenmail* causarían que el precio de la objetivo aumentará porque dichos pagos señalan al mercado que sus *insiders* creen que sus acciones están subvaluadas. Téngase en cuenta que, aunque la hipótesis de eficiencia del mercado establece que los precios de las acciones reflejan precisamente toda la información pública disponible sobre el valor de la sociedad, la teoría no implica que las acciones nunca se subvalúen.<sup>(418)</sup>

---

(417) MACEY, Jonathan y Fred McCHESNEY. *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 95, Número 1, noviembre de 1985. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 14-15.

(418) THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 98, Número 5, marzo de 1985. Publicado por The Harvard Law Review Association.

Para Macey y McChesney, los pagos de *greenmail* en realidad mejoran el precio que los accionistas reciben en ofertas públicas de adquisición, pues facilitan un mercado de subasta para las acciones de la sociedad. Los recursos de las sociedades son limitados: aquellas que pagan *greenmail* no desincentivan futuras ofertas públicas de adquisición (a diferencia de otras medidas como los *shark repellents*). Por el contrario, el pago de *greenmail* incentiva tales ofertas pues señala al mercado que la sociedad es percibida como subvaluada por un inminente ofertante. Más aun, a más *greenmail* sea pagado, menores serán los activos de la sociedad y, en consecuencia, mayor será la probabilidad de que la administración sea removida.<sup>(419)</sup>

El argumento de “injusticia” tampoco tiene asidero para estos autores, pues olvida el motivo por el cual se paga el *greenmail*: la producción de información y no la adquisición de control. Para ellos, los problemas que Easterbrook y Fischel relacionan con las tácticas defensivas (*free-riding* en la producción de información, reducción en el monitoreo del desempeño de la administración y pérdida derivada del consumo de recursos reales) no se presentan en el *greenmail*.

Como se ha mencionado antes, los potenciales ofertantes contribuyen considerablemente al proceso de creación de valor, localizando activos subvaluados y proveyendo la información para moverlos a aquellos que pueden usarlo más eficientemente. No obstante, debido a que los subsecuentes postores han incurrido en ningún costo para adquirir información, pueden ofrecer más a los accionistas de la objetivo, forzando al postor inicial a incrementar su oferta o perder la oportunidad para adquirir la sociedad. El *greenmail* retribuye la producción de la información y la

---

(419) MACEY, Jonathan y Fred McCHESNEY. *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 95, Número 1, noviembre de 1985. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 40-41.

disgrega de las ganancias que obtiene el adquirente, permitiendo incluso que los productores de información se especialicen. Así, aquellos que desarrollan información sobre candidatos a ser adquiridos podrían únicamente querer vender la información antes que administrar la sociedad<sup>(420)</sup> o enfrascarse en la batalla por la toma de control. Los pagos de *greenmail* pueden ser un medio eficiente para compensar a aquellos que proveen información valiosa al mercado (o a la sociedad) sobre el valor de las acciones de la sociedad.

De otro lado, recuérdese que las tácticas defensivas consume recursos reales (por ejemplo, a través del litigio, se consume el tiempo y talento de los administradores, abogados, jueces, etcétera). Para Macey y McChesney, el *greenmail* únicamente es una transferencia de pago, pues únicamente disminuye la contraprestación que recibirán los accionistas en el monto del *greenmail* pagado. Si bien puede haber costos de transacción sobre los términos exactos del acuerdo entre la sociedad y el *greenmailer*, estos son diminutos comparados con los enormes costos de litigio.<sup>(421)</sup>

Gordon y Kornhauser son de una opinión contraria. Su análisis microeconómico y conductual contradice la posición de Bradley y Rosenzweig sobre las auto-OPA y de Macey y McChesney sobre el *greenmail*, pretendiendo demostrar que las adquisiciones en mercado abierto, las auto-OPA y el *greenmail* (*buybacks*) deberían ser prohibidas. Entre otras cuestiones, señalan que son dos los criterios que informan el enfoque legal de los *buybacks* de acciones de la objetivo y, en general, del

---

(420) MACEY, Jonathan y Fred McCHESNEY. *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 95, Número 1, noviembre de 1985. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 28-31.

(421) MACEY, Jonathan y Fred McCHESNEY. *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 95, Número 1, noviembre de 1985. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 32-33.

comportamiento corporativo. En primer lugar, la ley busca maximizar la riqueza de los accionistas: las reglas legales deben promover la transferencia de activos de administradores ineficientes a eficientes y deben inducir más eficiencia de los administradores actuales. Un administrador eficiente es aquel que obtiene un mayor retorno por cada dólar de activos que un administrador ineficiente. En segundo lugar, la ley busca un tratamiento “justo” de los accionistas por parte de los administradores, pues un trato “justo” incentiva la inversión de los accionistas e implica nociones tradicionales de deber fiduciario. Así, para ellos, el *greenmail* es claramente discriminatorio, pues ofrece un precio por encima del de mercado únicamente al potencial postor hostil que ha adquirido acciones.<sup>(422)</sup>

Por otra parte, Gordon y Kornhauser cuestionan el argumento de que la administración de la objetivo puede competir mediante una auto-OPA indicando que, cuando se formula una oferta hostil, la administración de la objetivo ya ha tenido la oportunidad de demostrar su habilidad para maximizar los retornos para los accionistas. La voluntad de un postor hostil de ofrecer una prima por encima del precio de mercado demuestra que la administración ya ha perdido la competencia. Por tanto, una auto-OPA no replica un proceso de subasta, en donde quien adquiere los activos es quien les otorga mayor valor<sup>(423)</sup>, sino que, por el contrario, permite a la administración de la objetivo atrincherarse en sus cargos utilizando los activos de la sociedad.

---

(422) GORDON, Jeffrey N. y Lewis A. KORNHAUSER. *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 96, Número 2, diciembre de 1986. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 299.

(423) GORDON, Jeffrey N. y Lewis A. KORNHAUSER. *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 96, Número 2, diciembre de 1986. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 307.

Aunque no es materia de este trabajo, cabe señalar que, para Macey, la posición de Gordon y Kornhauser devela un sesgo a favor de la regulación. Según él, prohibir el pago de *greenmail* antes de que este fenómeno corporativo sea totalmente explicado terminaría evitando que las fuerzas del mercado desarrollen mecanismos alternativos que puedan distinguir pagos de *greenmail* que sean útiles para los accionistas de aquellos que no son. Por ejemplo, los accionistas podrían decidir permitir el *greenmail* únicamente cuando un tercero adquiere una participación en la sociedad amenazando interrumpir una negociación amigable ya en proceso. Igualmente, otros accionistas podrían decidir que el *greenmail* sea pagado cuando un banco de inversión concluye que el pago de *greenmail* originará ofertas más convenientes. Además, todos los accionistas podrían acordar una regla que prohíba a la administración desplegar una táctica defensiva durante determinado periodo luego del pago de *greenmail* a fin de maximizar la posibilidad de que otra oferta aparezca.<sup>(424)</sup>

#### 4.8. La *pacman defense*

En algunas batallas de adquisiciones hostiles en la década de los ochenta, incluyendo *Unocal* y *Martin Marietta-Bendix*, la sociedad objetivo pretendió recurrir a una táctica lúdicamente denominada “*pacman defense*”.<sup>(425)</sup> Consiste en la adquisición, total o parcial, de acciones del postor hostil, bien sea mediante una oferta pública de adquisición o mediante operaciones de mercado abierto.

---

(424) MACEY, Jonathan R. *Takeover Defensive Tactics and Legal Scholarship: Market Forces vs. the Policymaker's Dilemma*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 96. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 346-348.

(425) GILSON, Ronald J. y Bernard BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. Westbury, New York: The Foundation Press, 1995, p. 771.

#### 4.9. Acuerdo de paralización (*standstill agreement*)

Un acuerdo de paralización es un contrato a largo plazo mediante el cual un accionista con participación significativa en una sociedad se obliga a no adquirir más acciones emitidas por dicha sociedad ni vender o de cualquier manera transferir las que ya son de su propiedad sin la aprobación previa y por escrito de la administración. También se obliga a votar de acuerdo con las instrucciones de la administración en la elección del directorio. A cambio, la administración típicamente se obliga a permitir al accionista representación en el directorio de la compañía y no oponerse a la adquisición por el accionista de acciones hasta cierto límite.

Los acuerdos de paralización usualmente surgen cuando una persona adquiere participación significativa en el capital social de una sociedad y la administración de la sociedad se inquieta por una posible pérdida del control corporativo. La administración puede usar el acuerdo de paralización como una táctica defensiva y *shark repellent* y como un mecanismo para facilitar el levantamiento de capital. Si bien promover el interés de los inversionistas en la adquisición de acciones de la compañía beneficia a los accionistas y a la administración, a esta última le preocupará que, si la sociedad se vuelve muy atractiva, alguien adquirirá una participación importante amenazando así su control.<sup>(426)</sup> La posibilidad de celebrar un *standstill agreement* con dicho inversionista alinea los intereses entre administración y accionistas, quienes ya no sentirán inquietud al ejecutar políticas agresivas para atraer inversiones. Este tipo de acuerdos también favorecen al accionista que los celebra, pues, si aún no está interesado en adquirir el control total de la sociedad, tendrá interés en que la

---

(426) BARONOFF, Steven A. *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 93, Número 6, mayo de 1984. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1094-1096.

administración no adopte costosas medidas defensivas que puedan disminuir el valor de su inversión.

De acuerdo con Baronoff, las cláusulas relativas al ejercicio del derecho de voto en un acuerdo de paralización constituyen un supuesto de “venta de voto” (*vote selling*). En el *common law*, tales acuerdos, mediante los cuales un accionista se obliga a votar de determinada manera a cambio de una contraprestación, son ilícitos, contrarios al orden público y prohibidos en varias legislaciones estatales en Estados Unidos de América.<sup>(427)</sup>

El acuerdo de paralización es, al mismo tiempo, una táctica defensiva y un *shark repellent*. Es lo primero con respecto al accionista que la celebra, porque, en respuesta a una acumulación significativa de acciones, la administración negocia este acuerdo asegurándose así que el accionista no adquirirá acciones adicionales, ni solicitará proxies, ni votará de manera contraria a los intereses de la administración. Es lo segundo con respecto a todos los potenciales adquirentes, pues, al prohibir la transferencia de un importante bloque de acciones sin la aprobación del directorio, resultará mucho más difícil que una oferta pública de adquisición hostil o una lucha de *proxy* tenga éxito.<sup>(428)</sup>

---

(427) BARONOFF, Steven A. *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 93, Número 6, mayo de 1984. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1097-1101.

(428) BARONOFF, Steven A. *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 93, Número 6, mayo de 1984. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., p. 1102.

## CONCLUSIONES

A lo largo de estas páginas, se ha verificado cómo el conflicto de intereses entre los accionistas y la administración, connatural al derecho de sociedades, se manifiesta especialmente en el supuesto de una oferta pública de adquisición hostil. Las medidas prospectivas y defensivas que la administración puede desplegar para evitar dicha adquisición tienen la capacidad de anular dos de las principales funciones de una toma de control hostil: la traslación de activos hacia quienes los puedan usar más eficientemente y el efecto disciplinario en la administración. Puede comprobarse, entonces, la existencia de un conflicto de interés presunto.

En un régimen legal óptimo, las medidas prospectivas adoptadas por la junta general de accionistas deberán ser presumidas como válidas, salvo aquellas que hayan sido adoptadas por los accionistas en su beneficio particular y en contra de los intereses de la sociedad. Por el contrario, si tales medidas prospectivas son promovidas o adoptadas por el directorio, su validez deberá ser evaluada bajo el estándar de la *business judgment rule*.

Por su lado, las tácticas defensivas deberían ser permitidas siempre que estas hayan sido aprobadas por los accionistas bien sea en una junta general de accionistas

o bien, atendiendo a las dificultades de tiempo, mediante mecanismos electrónicos, según lo establezca la regulación. Si los accionistas niegan al directorio este incremento de su posición negociadora, la administración deberá abstenerse de ejecutar cualquier táctica defensiva. Si los accionistas otorgan esta facultad de manera amplia, el directorio podrá aspirar a ejecutar todas aquellas tácticas que resulten en interés de los accionistas, incluyendo, por ejemplo, conducir una subasta y celebrar acuerdos de exclusividad. El comportamiento de la administración en este escenario debería ser evaluado bajo un estándar similar al de *Unocal*, es decir, comprobando que los motivos de la administración realmente sean en interés de los accionistas y que sus tácticas sean razonables con relación a dicha finalidad.

Finalmente, cuando no medie autorización alguna, el directorio, ante una oferta pública de adquisición hostil, debería estar facultado únicamente a buscar ofertas alternativas, sin celebrar acuerdo de exclusividad alguno. Esta búsqueda involucraría tan solo brindar información a posibles postores sobre la sociedad.

La norma nacional debería ser modificada para recoger las sugerencias aquí planteadas, es decir, para permitir la implementación de tácticas defensivas cuando ello sea aprobado por la junta y para establecer la facultad del directorio de buscar ofertas competidoras. Al final del camino, puede apreciarse que un régimen legal óptimo en materia de medidas *antitakeover* debería ser similar al derecho comunitario europeo.

## BIBLIOGRAFÍA GENERAL

- ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. *Algunas consideraciones acerca de la disposición de autocartera en la Ley General de Sociedades*. En: *Derecho Societario*. Lima: Asociación Civil IUS ET VERITAS, 2011.
- ALLEN, William T., Jack B. JACOBS y Leo E. STRINE, Jr. *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 2, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 1067-1100.
- ARLEN, Jennifer. *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 917-932.
- ARLEN, Jennifer y Eric TALLEY. *Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 577-666.
- AYRES, Ian. *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 682-718.

- BAINBRIDGE, Stephen. *Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions*. En: *Minnesota Law Review*, Volumen 75, 1990, pp. 239-334.
- BAINBRIDGE, Stephen. *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 791-818.
- BARON, David P. *Tender offers and management resistance*. En: *The Journal of Finance*, Volumen 38, Número 2, *Papers and Proceedings Forty-First Annual Meeting American Finance Association, New York, December 28-30, 1982*, mayo de 1983. Publicado por American Finance Association, 331-343.
- BARON, Douglas. *Controlling Imprudent Lock-Ups: The Necessity for Federal Legislation*. En: *Washington University Law Review*, Volumen 63, Número 1, 1985, pp. 91-107.
- BARONOFF, Steven A. *The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 93, Número 6, mayo de 1984. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1093-1112.
- BEBCHUK, Lucian A. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 95, Número 5, marzo de 1982. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1028-1056.
- BEBCHUK, Lucian A. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 35, noviembre de 1982. Publicado por Stanford Law Review, pp. 23-49.
- BEBCHUK, Lucian A. *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 98, Número 8, junio de 1985. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1693-1808.

- BEBCHUK, Lucian A. *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Last (?) Reply*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, pp. 253-271.
- BEBCHUK, Lucian Arye. *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*. En: *The Journal of Legal Studies*, Volumen XVII, enero de 1988. Publicado por The University of Chicago, pp. 197-229.
- BEBCHUK, Lucian Arye. *Fairness Opinions: How Far Are They and What Can Be Done About It*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1989, Número 1, *Symposium: Fundamental Corporate Changes: Causes, Effects and Legal Responses*, febrero de 1989. Publicado por Duke University School of Law, pp. 27-53.
- BEBCHUK, Lucian Arye. *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 105, Número 7, mayo de 1992. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1435-1510.
- BEBCHUK, Lucian Arye y Allen FERRELL. *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 99, Número 5, junio de 1999. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 1168-1199.
- BEBCHUK, Lucian Arye. *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 973-1035.
- BEBCHUK, Lucian. *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 713-753.

- BEBCHUK, Lucian Arye, John C. COATES IV y Guhan SUBRAMANIAN. *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 54, Número 5, mayo de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 887-951.
- BEBCHUK, Lucian Arye, John C. COATES IV y Guhan SUBRAMANIAN. *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 885-917.
- BEBCHUK, Lucian Arye y Allen FERRELL. *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 87, Número 1, marzo de 2001. Publicado por Virginia Law Review, pp. 111-164.
- BERGER, David J. *A Comparative Analysis of Takeover Regulation in the European Community*. En: *Law and Contemporary Problems*, Volumen 55, Número 4, *International Regulatory Competition and the Securities Laws*, otoño de 1992. Publicado por Duke University School of Law, pp. 53-75.
- BERGSTRÖM, Clas, Peter HÖGFELDT y Johan MOLIN. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 13, Número 2, octubre de 1997. Publicado por Oxford University Press, pp. 433-451.
- BERKOVITCH, Elazar, Michael BRADLEY y Naveen KHANNA. *Tender Offer Auctions, Resistance Strategies, and Social Welfare*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, pp. 395-412.
- BIZJAK, John M. y Christopher J. MARQUETTE. *Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills*. En: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volumen 33,

- Número 4, diciembre de 1998. Publicado por The University of Washington School of Business Administration, pp. 499-521.
- BLACK, Bernard y Reinier KRAAKMAN. *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*. En: *Northwestern University Law Review*, Volumen 96, Número 2, 2002. Publicado por Northwestern University School of Law, pp. 521-566.
  - BRADBURY, Steven G. *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule*. En: *Michigan Law Review*, Volumen 87, Número 1, octubre de 1988. Publicado por The Michigan Law Review Association, pp. 276-313.
  - BRADLEY, Caroline. *Corporate Control: Markets and Rules*. En: *The Modern Law Review*, Volumen 53, Número 2, marzo de 1990. Publicado por Wiley, en nombre de The Modern Law Review, pp. 170-186.
  - BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. *Defensive Stock Repurchases*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 99, Número 7, mayo de 1986. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1377-1430.
  - CARNEY, William J. *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*. En: *American Bar Foundation Research Journal*, Volumen 8, Número 3, primavera de 1983. Publicado por Wiley, en nombre de American Bar Foundation, pp. 341-392.
  - CHE, Yeon-Koo y Tracy R. LEWIS. *The role of lockups in takeover contests*. University of Columbia, Department of Economics, Discussion Paper 0607-03, 2003. En: <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:114397>
  - CHOI, Dosung, Sreenivas KAMMA y Joseph WEINTROP. *The Delaware Courts, Poison Pills and Shareholder Wealth*. En: *Journal of Law, Economics &*

- Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, pp. 375-393.
- COATES, John C., IV. *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*. En: *California Law Review*, Volumen 89, Número 5, octubre de 2001. Publicado por California Law Review, Inc., pp. 1301-1421.
  - COATES, John C. IV y Guhan SUBRAMANIAN. *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 53, Número 2, noviembre de 2000. Publicado por Stanford Law Review, pp. 307-396.
  - COFFEE, John, Jr. *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 5, junio de 1984. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 1145-1296.
  - COHEN, Lloyd R. *Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of Stock and Signaling*. En: *The Journal of Legal Studies*, Volumen 19, Número 1, enero de 1990. Publicado por The University of Chicago Press para The University of Chicago Law School, pp. 113-143.
  - CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ. *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 7, Número 1, primavera de 1991. Publicado por Oxford University Press, pp. 27-53.
  - DANIELS, Ronald. *Shareholder and Takeovers: Can Contractarianism Be Compassionate*. En: *The University of Toronto Law Journal*, Volumen 43, Número 3, *Special Issue on Corporate Stakeholder Debate: The Classic Theory and Its Critics*, verano de 1993. Publicado por University of Toronto Press, pp. 315-351.

- DAVIS, Gerald F. *Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network*. En: *Administrative Science Quarterly*, Volumen 36, Número 4, diciembre de 1991. Publicado por Johnson Graduate School of Management, Cornell University, pp. 583-613.
- DEAKIN, Simon y Giles SLINGER. *Hostile Takeovers, Corporate Law and the Theory of the Firm*. En: *Journal of Law and Society*, Volumen 24, Número 1, *Corporate Governance*, marzo de 1997. Publicado por Wiley en nombre de Cardiff University, pp. 124-151.
- DELAMATER, Robert G. *Target Defensive Tactics as Manipulative under Section 14(e)*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 84, Número 1, enero de 1984. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 228-262.
- DITTMAR, Amy. *Why do Firms Repurchase Stock*. En: *The Journal of Business*, Volumen 73, Número 3, Julio de 2000. Publicado por The University of Chicago Press, pp. 331-355.
- EASTERBROOK, Frank H. *Toehold Acquisitions and the Potential Competition Doctrine*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 40, Número 1, otoño de 1972. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 156-184.
- EASTERBROOK, Frank H. *The Race for the Bottom in Corporate Governance*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 95, Número 4, junio de 2009. Publicado por Virginia Law Review, pp. 685-706.
- EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 94, Número 6, abril de 1981. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1161-1204.

- EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 35, Número 1, noviembre de 1982. Publicado por Stanford Law Review, pp. 1-21.
- FANNING, Deborah. *Artificially Affecting Market Activity Through Lock-Up Agreements – Manipulation Under Section 14(e): Data Probe Acquisition Corp. V. Datatab, Inc.* En: *St. John's Law Review*, Volumen 58, Número 3, primavera de 1984, pp. 616-632.
- FERRI, Luigi. *Lecciones sobre el contrato: curso de derecho civil*. Traducción de *Lezioni sul contratto: corso di diritto civile, seconda edizione, Bologna, Nicola Zanichelli Editore S.p.A., 1982* a la cura de Rómulo Morales Hervias y Leysser León Hilario. Lima: Grijley, 2004.
- FIELD, Ezra S. *Money for Nothing and Leverage for Free: The Politics and History of the Leveraged ESOP Tax Subsidy*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 97, Número 3, abril de 1997. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 740-785.
- FRAIDIN, Stephen y Jon D. HANSON. *Toward Unlocking Lockups*. En: *Yale Law Journal*, Volumen 103, Número 7, mayo de 1994. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1739-1834.
- FRIED, Jesse M. *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 67, Número 2, primavera de 2000. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 421-477.
- FRIEDMAN, Louis P. *Defensive Stock Repurchase Program: Tender Offers in Need of Regulation*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 38, Número 2, enero de 1986. Publicado por Stanford Law Review, pp. 535-594.

- GILSON, Ronald J. *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 33, mayo de 1981. Publicado por Stanford Law Review, pp. 819-891.
- GILSON, Ronald. *The Case Against Shark Repellents Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*. En: *Stanford Law Review*, Número 34, 1982. Publicado por Stanford Law Review, pp. 775-836.
- GILSON, Ronald J. *Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply*. En: *Delaware Journal of Corporate Law*, Volumen 27, Número 1, 2002, pp. 37-57.
- GILSON, Ronald J. *The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure*. ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 20/2004, marzo de 2004.
- GILSON, Ronald J. y Bernard S. BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. Segunda edición. Westbury, New York: The Foundation Press, Inc., 1995.
- GILSON, Ronald J. y Reinier H. KRAAKMAN. *The Mechanisms of Market Efficiency*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 70, Número 4, *Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation*, mayo de 1984. Publicado por Virginia Law Review, pp. 549-644.
- GILSON, Ronald J. y Reinier H. Kraakman. *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*. En: *Journal of Corporation Law*, Volumen 28, 2003, pp. 715-742.
- GIMER, Jennifer L. *Tender Offers in the Broadcast Industry*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1991, Número 1, febrero de 1991. Publicado por Duke University School of Law, pp. 240-269.

- GORDON, Jeffrey N. *Corporations, Markets and Courts*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 91, Número 8, diciembre de 1991. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 1931-1988.
- GORDON, Jeffrey N. y Lewis A. KORNHAUSER. *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 96, Número 2, diciembre de 1986. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 295-321.
- GORDON, Mark. *Takeover Defenses Work. Is That Such a Bad Thing?* En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 819-837.
- GOSHEN, Zohar. *Shareholder Dividend Options*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 104, Número 4, enero de 1995. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 881-932.
- GRANNIS, Eric. *A Problem of Mixed Motives: Applying "Unocal" to Defensive ESOPs*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 92, Número 4, mayo de 1992. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 851-886.
- HANNES, Sharon. *A Demand-Side Theory of Antitakeover Defenses*. En: *The Journal of Legal Studies*, Volumen 35, Número 3, junio de 2006. Publicado por The University of Chicago Press en nombre de The University of Chicago Law School, pp. 475-524.
- HANSMANN, Henry. *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 99, Número 9, junio de 1990. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1749-1816.
- HARRIS, Ellie G. *Antitakeover Measures, Golden Parachutes and Target Firm Shareholder Welfare*. En: *The RAND Journal of Economics*, Volumen 21,

- Número 4, invierno de 1990. Publicado por The RAND Corporation, pp. 614-625.
- HERON, Randall A. y Erik LIE. *On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets*. En: *The Journal of Business*, Volumen 79, Número 4, julio de 2006. Publicado por The University of Chicago Press, pp. 1783-180.
  - JENSEN, Michael C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. En: *The American Economic Review*, Volumen 76, Número 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, mayo de 1986. Publicado por American Economic Association, pp. 323-329.
  - JOHNSON, Jennifer y Mary SIEGEL. *Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 136, Número 2, diciembre de 1987. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 315-416.
  - JOHNSON, Mark S. y Ramesh P. RAO. *The Impact of Anti-takeover Charter Amendments on Expectations of Future Earnings and Takeover Activity*. En: *Managerial and Decision Economics*, Volumen 20, Número 2, marzo de 1999. Publicado por Wiley, pp. 75-86.
  - KABIR, Rezaul, Dolph CANTRIJN y Andreas JEUNINK. *Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in the Netherlands: An Empirical Analysis*. En: *Strategic Management Journal*, Volumen 18, Número 2, febrero de 1997. Publicado por Wiley, pp. 97-109.
  - KAHAN, Marcel. *Sales of Corporate Control*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 9, Número 2, octubre de 1993. Publicado por Oxford University Press, pp. 368-379.

- KAHAN, Marcel y Ehud KAMAR. *The Myth of State Competition in Corporate Law*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 679-749.
- KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. *Lockups and the Market for Corporate Control*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 48, Número 6, julio de 1996. Publicado por Stanford Law Review, pp. 1539-1571.
- KAHAN, Marcel y Edward B. ROCK. *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por *The University of Chicago Law Review*, pp. 871-915.
- KAHAN, Marcel y Edward B. ROCK. *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 473-522.
- KERSHAW, David. *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*. En: *The International and Comparative Law Quarterly*, Volumen 56, Número 2, abril de 2007. Publicado por Cambridge University Press en nombre de British Institute of International and Comparative Law, pp. 267-308.
- KIRCHNER, Christian y Richard W. PAINTER. *Takeover defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*. En: *The American Journal of Comparative Law*, Volumen 50, Número 3, verano de 2002. Publicado por American Society of Comparative Law, pp. 451-476.
- KLAUSNER, Michael. *Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage*. En: *University of Pennsylvania Law*

- Review*, Volumen 152, Número 2, diciembre de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 755-784.
- KOZYRIS, P. John. *Corporate Wars and Choice of Law*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1985, Número 1, febrero de 1985. Publicado por Duke University School of Law, pp. 1-99.
  - LIPTON, Martin y Steven A. ROSENBLUM. *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 58, Número 1, invierno de 1991. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 187-253.
  - LIPTON, Martin y Paul K. ROWE. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. En: *Delaware Journal of Corporate Law*, Volumen 27, Número 1, 2002, pp. 1-55.
  - LIPTON, Martin. *Pills, Polls and Professors Redux*. En: *The University of Chicago Law Review*, Volumen 69, Número 3, verano de 2002. Publicado por The University of Chicago Law Review, pp. 1037-1065.
  - LIPTON, Martin y William SAVITT. *The Many Myths of Lucian Bebchuk*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 93, Número 3, mayo de 2007. Publicado por Virginia Law Review, pp. 733-758.
  - LOWENSTEIN, Louis. *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*. En: *Columbia Law Review*. Volumen 83, Número 2, marzo de 1983, Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 249-234.
  - MACEY, Jonathan R. *Takeover Defensive Tactics and Legal Scholarship: Market Forces vs. the Policymaker's Dilemma*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 96. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 342-352.

- MACEY, Jonathan R., David D. HADDOCK y Fred S. McCHESNEY. *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*. En: *Virginia Law Review*, Volumen 73, Número 4, mayo de 1987, pp. 701-742.
- MACEY, Jonathan y Fred McCHESNEY. *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 95, Número 1, noviembre de 1985. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 13-61.
- MACEY, Jonathan R. y Geoffrey P. MILLER. *Trans Union Reconsidered*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 98, Número 1, noviembre de 1988. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 127-143.
- MACHLIN, Judith C., Hyuk CHOE y James A. MILES. *The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity*. En: *Journal of Law and Economics*, Volumen 36, Número 2, octubre de 1993. Publicado por The University of Chicago Press para The Booth School of Business of the University of Chicago y The University of Chicago Law School, pp. 861-876.
- MACMINN, Richard D. y Douglas O. COOK. *An Anatomy of the Poison Pill*. En: *Managerial and Decision Economics, Special Issue: Corporate Structure and Control*, Volumen 12, Número 6, diciembre de 1991. Publicado por John Wiley & Sons, pp. 481-487.
- MALLETTTE, Paul y Karen L. FOWLER. *Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of "Poison Pills"*. En: *The Academy of Management Journal*, Volumen 35, Número 5, diciembre de 1992. Publicado por Academy of Management, pp. 1010-1035.
- MANNE, Henry. *Mergers and the Market for Corporate Control*. En: *The Journal of Political Economy*, Volumen 73, Número 2, abril de 1965. Publicado por The University of Chicago University Press, pp. 110-120.

- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Segunda edición. Madrid: McGraw-Hill, 1996.
- MCGINTY, Park. *Replacing Hostile Takeovers*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 144, Número 3, enero de 1996. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 983-1076.
- MESSINEO, Francesco. *Doctrina general del contrato*. Traducción de *Dottrina Generale del Contrato, Terza edizione, ampliata e in parte rifatta, Milano, Dott. A. Giuffrè Editore, 1948* de R. O. Fontanarrosa, S. Sentís Melendo y M. Volterra. Lima: Ara, 2007.
- MILHAUPT, Curtis J. *In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 105, Número 7, noviembre de 2005. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 2171-2216.
- NEWMAN, David S. *Delaware Serves Shareholders the "Poison Pill": Moran v. Household International, Inc.* En: *Boston College Law Review*, Volumen 27, Número 3. Publicado por Boston College Law School, p. 680.
- OGOWEWO, Tunde I. *The Role of Target Management in a Tender Offer: The Position in Nigerian Law*. En: *Journal of African Law*, Volumen 40, Número 1, 1996. Publicado por Cambridge University Press en nombre de School of Oriental and African Studies, pp. 1-18.
- PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPAs hostiles y medidas de protección*. En: *IUS ET VERITAS*, Año XII, Número 23, diciembre de 2001. Publicado por Asociación Civil IUS ET VERITAS, pp. 107-127.
- PAZ-ARES, Cándido. *La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades*. En: *IUS ET VERITAS*, Año XII, Número 24, junio de 2002. Publicado por Asociación Civil IUS ET VERITAS, pp. 139-148.

- PERRY, Martin K. *The lessons of the example*. Presentación para el dictado del curso *Corporations, Bankruptcies, and Takeovers* en The State University of New Jersey - Rutgers. En: <http://econweb.rutgers.edu/perry/>
- RHODES, Melissa J. *The White Knight Privilege in Litigated Takeovers: Leveling the Playing Field in Discovery*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 43, Número 2, enero de 1991. Publicado por Stanford Law Review, pp. 445-473.
- RINALDI, Ronald J. *Radically Altered States: Entering the "Revlon Zone"*. En: *Columbia Law Review*, Volumen 90, Número 3, abril de 1990. Publicado por Columbia Law Review Association, Inc., pp. 760-782.
- ROBINSON, Simon (editor). *The Mergers & Acquisitions Review*. Cuarta edición. Londres: Law Business Research, 2010.
- ROCK, Edward. *Antitrust and the Market for Corporate Control*. En: *California Law Review*, Volumen 77, Número 6, diciembre de 1989. Publicado por California Law Review, Inc., pp. 1365-1428.
- ROJO, Ángel. *El acuerdo de aumento de capital de la sociedad anónima*. En: IGLESIAS PRADA, Juan Luis (coordinador). *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*. Tomo II. Reimpresión de este único volumen. Madrid: Civitas, 1997.
- ROMANO, Roberta. *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*. En: *The Yale Law Journal on Regulation*, Volumen 9, 1992, pp. 119-180.
- ROPPO, Vincenzo. *El contrato*. Traducción de *Il Contratto*, Milano, Giuffrè, 2001 a cura de Eugenia Ariano Deho. Lima: Gaceta Jurídica, 2009.
- SCHWARTZ, Alan. *Search Theory and the Tender Offer Auction*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 2, Número 2, otoño de 1986. Publicado por Oxford University Press, pp. 229-253.

- SCHWARTZ, Alan. *Defensive Tactics and Optimal Search*. En: *Journal of Law, Economics & Organization*, Volumen 5, Número 2, otoño de 1989. Publicado por Oxford University Press, pp. 413-424.
- STOUT, Lynn A. *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value and Corporate Law*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 99, Número 6, abril de 1990. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 1235-1296.
- STOUT, Lynn A. *Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post / Ex Ante Valuation Problem*. En: *Stanford Law Review*, Volumen 55, Número 3, diciembre de 2002. Publicado por Stanford Law Review, pp. 845-861.
- SUBRAMANIAN, Guhan. *The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*. Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper 03/2003. En: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/)
- SUBRAMANIAN, Guhan. *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*. En: *The Yale Law Journal*, Volumen 113, Número 3, diciembre de 2003. Publicado por The Yale Law Journal Company, Inc., pp. 621-686.
- SUBRAMANIAN, Guhan. *The Emerging Problem of Embedded Defenses: Lessons from Air Line Pilots Ass'n. International v. UAL Corp.* En: *Harvard Law Review*, Volumen 120, Número 5, marzo de 2007. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1239-1250.
- THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Lock-Up Options: Toward a State Law Standard*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 96, Número 5, marzo de 1983. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1068-1082.

- THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Protecting Shareholders against Partial and Two-Tiered Takeovers: The "Poison Pill" Preferred*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 97, Número 8, junio de 1984. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1964-1983.
- THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 98, Número 5, marzo de 1985. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1045-1065.
- THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Review of Board Actions: Greater Scrutiny for Greater Conflicts of Interests*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 103, Número 7, mayo de 1990, pp. 1697-1716.
- THE HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION. *Corporate Law. Takeover Defenses. Northern District of Georgia Upholds Continuing Provision of Poison Pill. Invacare Corp. v. Healthdyne Technologies, Inc. 968 F. Supp. 1578 (N. D. Ga. 1997)*. En: *Harvard Law Review*, Volumen 111, Número 6, abril de 1998. Publicado por The Harvard Law Review Association, pp. 1626-1631.
- WACHTER, Michael. *Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient*. En: *University of Pennsylvania Law Review*, Volumen 151, Número 3, enero de 2003. Publicado por The University of Pennsylvania Law Review, pp. 787-824.
- WOLTERS, Jeffrey R. y Amy L. SIMMERMAN. *Innovations in Poison Pill Drafting*. En: *Practical Law The Journal*, November 2011, pp. 33-34.
- YABLON, Charles M. *Poison Pills and Litigation Uncertainty*. En: *Duke Law Journal*, Volumen 1989, Número 1, febrero de 1989, *Symposium: Fundamental Corporate Changes: Causes, Effects and Legal Responses*. Publicado por Duke University School of Law, pp. 54-91.