



UNIVERSIDAD
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL
PIRHUA

LA IDONEIDAD DE LA OFERTA PÚBLICA COMO MECANISMO DE PROTECCIÓN FRENTE A TOMAS DE CONTROL HOSTIL

Álvaro Castillo-Horna

Piura, marzo de 2016

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho

Castillo, A. (2016). *La idoneidad de la Oferta Pública como mecanismo de Protección frente a Tomas de Control Hostil* (Tesis de pregrado en Derecho). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho. Piura, Perú.



Esta obra está bajo una [licencia](#)
[Creative Commons Atribución-](#)
[NoComercial-SinDerivadas 2.5 Perú](#)

[Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura](#)

ALVARO GERARDO CASTILLO HORNA

**“LA IDONEIDAD DE LA OFERTA PÚBLICA COMO
MECANISMO DE PROTECCIÓN FRENTE A TOMAS DE
CONTROL HOSTILES”**



UNIVERSIDAD DE PIURA

FACULTAD DE DERECHO

Tesis para optar el Título de Abogado

2016

A mis padres, Gerardo y Carmen; a mis hermanos, Valeria e Ignacio; a mis tíos Luis, Susana, Genara y Margot; a Alejandra, mi compañera incondicional.

“Todos hacemos elecciones; pero, al final, nuestras elecciones nos hacen a nosotros”

Andrew Ryan

ÍNDICE	Pg.
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO 1: MARCO TEÓRICO.....	3
1.1 CONTROL SOCIETARIO.....	3
1.1.1 La primera aproximación a la definición de control: Berle y Means.....	4
1.1.2 Regulación en el ordenamiento peruano.....	6
1.1.3 Modalidades para adquirir el control.....	7
1.2 TOMAS DE CONTROL HOSTIL.....	9
1.2.1 El carácter de hostilidad.....	9
1.2.2 Primas de control.....	12
1.2.3 Clases de toma de control hostil.....	13
1.2.3.1 Las ofertas públicas de adquisición (<i>Tender offers</i>).....	14
1.2.3.2 Las adquisiciones furtivas (<i>Creeping Tender offers</i>).....	16
1.2.4 CAUSAS. FUNCIÓN FISCALIZADORA.....	19
CAPÍTULO 2: LA RESPUESTA JURÍDICA EN EL DERECHO COMPARADO.....	24
2.1 LA SOLUCIÓN BRITÁNICA.....	26
2.1.1 ORIGEN.....	26
2.1.2 Planteamiento.....	31
2.1.3 Conclusión Preliminar.....	33
2.2 LA VÍA NORTEAMERICANA.....	33
2.2.1 Origen.....	33
2.2.2 Planteamiento.....	36
2.2.3 Conclusión Preliminar.....	41
2.3 EL MÉTODO JAPONÉS.....	42
2.3.1 ORIGEN.....	42
2.3.2 Planteamiento.....	44
2.3.3 Conclusión preliminar.....	46
CAPÍTULO 3: LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA).....	47
3.1 DEFINICIÓN.....	47
3.2 LA RATIO LEGIS: EL PRINCIPIO DE TRATO IGUALITARIO.....	49
3.3 MODALIDADES.....	52
3.3.1 Por su obligatoriedad.....	52

3.3.2 Por su finalidad.....	53
3.3.3 Por su extensión.....	54
3.3.4 Por el momento de su formulación.....	54
3.4 CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA PERUANO DE OPA OBLIGATORIO.....	55
3.5 FINALIDADES DE LA OPA EN EL PERÚ.....	60
3.6. BREVE ANÁLISIS DE LA OPORTUNIDAD DE LA OPA EN EL PERÚ.....	62
3.6.1. La OPA previa: análisis y razonabilidad.....	62
3.6.2. La OPA posterior: análisis y razonabilidad.....	65
CAPÍTULO 4: LAS MEDIDAS DE PROTECCIÓN FRENTE A LAS TOMAS DE CONTROL HOSTIL.....	67
4.1 MEDIDAS PRINCIPALES.....	68
4.1.1 El plan de derechos de adquisición de acciones (Píldoras envenenadas).....	68
4.1.1.1 Definición.....	68
4.1.1.2 Modalidades.....	70
4.1.1.2.1 <i>Flip in</i>	71
4.1.1.2.2 <i>Flip over</i>	72
4.1.2 El <i>lockup</i>	74
4.1.2.1 Definición.....	74
4.1.2.2 Tipos.....	76
4.1.2.2.1 <i>Stock lockups</i>	76
4.1.2.2.2 <i>Asset Lockups</i>	77
4.1.2.2.3 <i>Termination fees</i>	78
4.2. Medidas complementarias.....	79
4.2.1 Directorios segmentados (<i>staggered boards</i>).....	79
4.2.2 Paracaídas dorados.....	88
4.2.3 Chantaje corporativo.....	90
CAPÍTULO 5: DESARROLLO Y CONCLUSIONES PRELIMINARES.....	95
5.1 ANÁLISIS GENERAL.....	95
5.1.1 Los costos de agencia: el corazón del problema...	96
5.1.2 La justificación de la intervención estatal en el mercado de control.....	100
5.1.3 Finalidad de la OPA.....	101
5.1.4 Eficiencia de las medidas defensivas.....	105
5.1.5 El sistema de OPA libre.....	106
5.2. EL CASO PERUANO	109
CONCLUSIONES	114
BIBLIOGRAFÍA	117

INTRODUCCIÓN

El Derecho se ha caracterizado siempre por dar a cada quien lo que le pertenece. Lo justo, ni más ni menos. Esa máxima, guía toda la actividad jurídica, sea cual fuere el ámbito del Derecho al que se haga referencia. En ese afán de distribución de justicia, el mismo Derecho ha de intervenir bajo esos mismos principios, de forma proporcional, como mandan los principios de la Constitución.

El Derecho corporativo peruano se ha venido desarrollando de manera muy activa en los últimos años. De éste depende en gran parte la estabilidad del ámbito económico nacional, mediante la regulación de los mercados y las sociedades que participan en los mismos. Sin embargo, la intervención del Derecho ha de darse de forma prudente y cautelosa, pues de realizarse intervenciones estrictas en exceso puede perjudicarse al mercado mismo y la inversión que éste fomenta.

Esta investigación se enfoca en una de las tantas medidas adoptadas por el Derecho corporativo peruano para regular las actividades mercantiles: la oferta pública obligatoria (OPA). Esta figura legal actúa directamente sobre el mercado de control, imponiendo sobre un adquirente del control de una sociedad listada la carga de formular una oferta por todas las acciones con Derecho de una sociedad con valores listados en bolsa, con el fin de regularlas tomas de control y proteger a los accionistas minoritarios.

Ahora bien ¿es posible afirmar que la adopción de la OPA obligatoria es el mecanismo ideal para regular estas situaciones? ¿Es proporcional su eficiencia a las restricciones que presenta a las gestiones entre privados?

Esas son las preguntas que se desarrollarán en la presente tesis, mediante el análisis de dicha figura mercantil, y de otras soluciones que se han presentado en el Derecho comparado al problema de las tomas de control hostil.

Finalmente, un agradecimiento especial a mi Director de Tesis, Dr. Ernesto Calderón Burneo por la confianza y apoyo decidido en el éxito de esta investigación; y al Sr. Mauricio Bulnes por su invaluable apoyo y lealtad.

CAPÍTULO PRIMERO

MARCO TEÓRICO

1.1 CONTROL SOCIETARIO

El mercado de control corporativo es un elemento esencial en la economía de cada país y juega un papel muy importante para el desarrollo del Gobierno Corporativo local. Como su nombre lo indica, se entiende por mercado de control corporativo a aquel que está compuesto por los adquirentes y transferentes de bloques de control de diversas sociedades, y en el que se realizan transacciones mediante las cuales el adquirente espera obtener una ventaja determinada en el giro de su negocio a cambio de una contraprestación económica en favor del transferente.

Las negociaciones mediante las cuales es posible adquirir el control de una empresa son prácticas muy variadas y de uso común a lo largo del mundo, pues la técnica ha sido desarrollada de forma muy acelerada desde su primera aparición. En ese contexto, también existen prácticas que comportan una mala actuación por parte del adquirente, quien a fin de hacerse con el control de una sociedad puede llegar a realizar actos que son perjudiciales para los accionistas de la sociedad objetivo.

Esos actos o malas prácticas, son comúnmente denominados “tomas de control hostil”, entendidos como la oferta de adquisición realizada por un adquirente a pesar de la negativa de la dirección de la sociedad objetivo, quienes la identifican como perjudicial para los accionistas debido a los términos en los que es formulada. Las respuestas de cada ordenamiento a estas prácticas son variadas y se han formulado con extrema cautela, debido a que al incidir directamente en un sector fundamental de la economía, como lo es el mercado de valores y la inversión privada, toda intervención que se vaya a realizar debe ser hecha con la máxima prudencia y cuidado posible.

El propósito de este trabajo es analizar más a fondo estas prácticas y sus elementos esenciales, desde la óptica del Derecho societario, a fin de poder determinar cuál sería la manera más idónea de hacerles frente. Para esto, es pertinente detenernos un momento en el concepto de control corporativo y sus aspectos más relevantes.

1.1.1. La primera aproximación a la definición de control: Berle y Means

Los maestros Berle y Means, en su libro *The Modern Corporation and Private Property*¹, fueron los primeros en teorizar la separación de la propiedad y el control en las sociedades de capital disperso. Su análisis se centraba en los efectos que provoca la dispersión del capital en el manejo efectivo de las sociedades estadounidenses de aquella época. Su conclusión fue aplastante: la atomización del capital despojaba de poder al accionariado, dando lugar a la separación entre la propiedad y el control.

Esa tesis, que marcó el inicio de la escuela de Derecho corporativo que se sigue desarrollando hasta el día de hoy, contribuyó de sobremanera con un análisis más profundo de muchos

¹ BERLE, Adolf y MEANS, C. Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*, pg. 66-109, Transaction Publishers, New Brunswick, 1968.

de los conceptos que forman parte del sistema corporativo, entre ellos obviamente, el control.

Definido el control como el poder para dirigir efectivamente una sociedad, los autores llegaron a distinguir diversos tipos de control, en función de la dispersión del capital de la sociedad en concreto y de los medios que se apliquen para manejar a la misma, concluyendo que ya sea que se trate de un control de hecho, de derecho o de administrador, el control siempre estará en función de la acumulación del capital social. La diferencia entre unos y otros radica en la manera en que esa acumulación de acciones permite dirigir el rumbo de la sociedad. Así, puede hablarse de un control netamente societario, en el cual se ostenta la mayoría de las acciones a fin de dominar la Junta General de Accionistas, manteniendo el control de una sociedad mediante otra sociedad –a esto se lo conoce como control piramidal o control indirecto-, o el control efectuado por la Junta Directiva cuando el capital se halla muy disperso. De los antes mencionados el que importa más a esta tesis es el control netamente societario, pues es el que normalmente se busca adquirir mediante las tomas de control hostil, dejando sin efecto el control del directorio.

La doctrina no ha diferido mucho con respecto a lo enunciado por Berle y Means, aplicando sus enunciados en función del marco legal y económico correspondiente². Aunque la elaboración legal sea muy diversa respecto a aquellos temas que se desprenden de su investigación, todos concuerdan en los enunciados principales. Así, se entiende por control corporativo o control societario, a las potestades que ejerce aquel en cuyo poder obre el porcentaje del accionariado necesario para poder tomar las decisiones que considere pertinentes acerca de la sociedad, de forma directa o indirecta. Por consiguiente, cabe definir la toma de control como el acto de hacerse con las acciones necesarias para configurar

² Esto puede apreciarse en los cuerpos legales de países como Perú (Ley General de Sociedades), Estados Unidos (SEC Regulation) y España (Ley de Régimen Jurídico de Sociedades Anónimas).

los requisitos legales exigibles, a fin de ostentar el control de la sociedad.

1.1.2 Regulación en el ordenamiento peruano

El ordenamiento societario peruano, en el artículo 127° de la Ley General de Sociedades, señala claramente: *“Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta. Cuando se trata de los asuntos mencionados en el artículo precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto”*.

La creencia general es que, aquél que controle el 51% de las acciones suscritas controlará de forma efectiva la sociedad, pues cuenta con el mínimo legal exigible para validar las decisiones que desee. Sin embargo esta presunción opera siempre y cuando dichas decisiones califiquen como materia simple, pues para instalar una Junta General de Accionistas sobre materia calificada en segunda convocatoria es necesario el 60%. Sin embargo, en el artículo 4° del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Compra de Valores por Exclusión se establece indirectamente que el control vendría a estar constituido por el 25% del total de las acciones emitidas.

Esto se entiende cuando se toma en cuenta que en el Reglamento se especifican tres supuestos en los cuales se puede entender que hay un cambio de control: *“c) Acarree que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichos supuestos le permita: i) remover o designar a la mayoría de los directores, o ii) modificar los estatutos de la sociedad.”*

Un dato que será necesario tener en cuenta para el desarrollo posterior es que el ordenamiento peruano se ha visto influenciado

fuertemente por el ordenamiento español, y éste a su vez por el británico, el cual prioriza el bienestar del accionista por encima del rol del directorio, estableciendo restricciones legales bastante fuertes a la actuación de estos últimos.

1.1.3 Modalidades para adquirir el control

Una vez esclarecido el concepto de control, es más factible pasar a determinar cómo es que el mismo se adquiere, y por ende, el funcionamiento del mercado de control mismo. Ahora bien, hacerse con el control de una sociedad no es cosa sencilla, pues reunir las acciones necesarias a fin de consolidarse como el accionista mayoritario puede llegar a ser un proceso relativamente costoso, y largo. No obstante, esto último ha ido cambiando progresivamente y más ahora, gracias a la celeridad con la que operan los mercados de valores, siendo posible que tome menos tiempo del esperado.

Para fines del mercado de control, las acciones pueden adquirirse transando la compraventa directa de las mismas con su propietario, mediante *adquisición en la bolsa de valores*, mediante la *fusión o absorción* de dos sociedades, o mediante la colocación de una *oferta pública por las acciones*. De esa forma, el mercado empresarial se mantiene en constante movimiento, mediante operaciones a nivel personal e institucional.

La compraventa directa y la adquisición en bolsa se diferencian del resto por ser transacciones de carácter personal, en la cual un tercero interesado concreta la compra de una o más acciones ya sea de otro accionista o de aquellas que se encuentran cotizadas en el mercado bursátil. La fusión por otra parte, viene a ser un cambio amistoso en el control societario, el cual se lleva a cabo después de diversas negociaciones y la aprobación del proyecto de fusión por los directores en primera instancia y por los accionistas en segunda.

Especial atención merecen la *oferta pública*, ésta última más adelante será analizada en cuanto a su eficacia como mecanismo de defensa, pero ahora mismo nos interesa más como medio de adquisición de control. La oferta pública u OPA, “*es aquella oferta realizada públicamente por una persona física o jurídica, dirigida a los accionistas de una sociedad, para adquirir sus acciones a un precio determinado y en una cantidad determinada que le permita ejercer, en su caso, el control de esa sociedad*”³. Como puede verse, se trata de un método más eficiente en cuanto a tiempo y reducción de costos que los dos mencionados anteriormente, debido a que se realiza una sola transacción por un monto específico de acciones y a un solo precio, evitando los costes adicionales que implican múltiples negociaciones. Además, estando regulada en todos sus aspectos por el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, cuya supervisión corre por cuenta de la Superintendencia del Mercado de Valores, es el que goza de más seguridad jurídica, pues sólo podrá realizarse una vez se hayan cumplido estándares mínimos para asegurar que la transacción sea realizada conforme a derecho.

La *fusión* también merece una mención especial, pues juega un rol muy importante en el mercado de control corporativo. En el ordenamiento peruano se usa el término *fusión* para referirse al acto de dos sociedades de constituirse en una sola, como a la absorción de una por parte de la otra. Es una de las maneras más económicas de integración societaria, debido al carácter amistoso y flexible de las negociaciones, y generalmente es la primera opción que persiguen los que desean adquirir una empresa de manos de terceros. Es muy común, además, que el potencial adquirente primero intente hacerse con un porcentaje del accionariado de la sociedad objetivo para obtener presencia dentro de la Junta General de Accionistas de la misma, a fin de facilitar las negociaciones y al mismo tiempo reducir costos. De todos los medios de adquisición es el único que no comporta esencialmente la ostentación de un bloque de control accionarial.

³SALA I ANDRÉS, Anna María. “Las OPAs obligatorias ordinarias”, pg. 43-44. Barcelona: Editorial J.M. Bosch, 2000.

1.2 TOMAS DE CONTROL HOSTIL

1.2.1 El carácter de hostilidad

La distinción entre las tomas de control hostiles y las amistosas no es ni mucho menos clara, ambas comparten muchos elementos, los cuales, eventualmente, pueden ser incluso intercambiables, dando como resultado la creación de zonas grises. Una de las muchas conclusiones erradas que cabe abstraer en este análisis es que el carácter de hostilidad se predica en función de la posición del accionista, basándose en el hecho de que, se supone, reside en ellos la decisión de transferir o no sus acciones, y que ellos son los primeros en verse agredidos al momento de formularse la oferta hostil.

En la opinión de algunos autores sería posible hablar de una eventual coacción al accionista, en atención a la extremada dificultad de la acción colectiva de los accionistas debido a la dispersión del capital. Alfaro Águila-Real es uno de ellos, y sustenta esa posición de la siguiente manera: *“Hay OPAs que deben calificarse como coercitivas o coactivas, lo que significa que el oferente se aprovecha de las dificultades de los accionistas para tomar una decisión racional respecto a vender o no vender para expropiarles en mayor o menor medida porque han de temer que, si no venden aunque el precio les parezca bajo – queden “encerrados con el socio mayoritario y a su merced, y por tanto, que el precio de sus acciones sea muy inferior al actual”⁴”*.

Sin embargo esa descripción se ajustaría solamente a aquellas sociedades en las cuales el capital haya alcanzado un alto grado de

⁴ ÁGUILA REAL, Jesús Alfaro. Noticias de la Unión Europea, ISSN 1133-8660, N° 285, 2008 (Ejemplar dedicado a: La nueva regulación de las OPAs) pp. 7-19.

dispersión y los medios de información para el accionista resulten insuficientes; quedando, al final, en un plano muy relativo como para constituirse en un elemento diferenciador de la OPA hostil.

Sobre la misma materia también se pronunció García de Enterría, arribando a una conclusión distinta: *“en los mercados más evolucionados, ha podido acreditarse que la hostilidad es característica de las operaciones en las que el oferente busca rentabilizar su inversión mediante el desplazamiento de los antiguos órganos directivos y la puesta en práctica de un cambio radical en la gestión social, mientras que la impronta amistosa o negociada suele prevalecer en las OPAs motivadas por la simple búsqueda de sinergias y de los beneficios que habitualmente acompañan a la integración de dos empresas⁵”*.

Esa misma postura es la adoptada por Morck al momento de abordar la cuestión, llegando no sólo a distinguirlas, sino también a definir elementos que caracterizan y diferencian a la toma de control hostil, o disciplinaria, como la denomina él: que no haya sido negociada antes de la oferta inicial, que no haya sido aceptada por el directorio desde el primer momento, o que sea resistida por el mismo de cualquier forma⁶. Así pues, la diferencia esencial entre las tomas de control amistosas y hostiles radica en si ha existido o no aprobación del directorio para efectuar el traslado de control, sea por el mecanismo que fuera.

Por qué se predica el carácter de hostilidad en función de los directores en realidad puede llegar a ser algo más evidente cuando se observan los términos y las consecuencias de los cambios de control: mientras que por una parte hay tomas de control amistosas, como las

⁵GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. “Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas Competidoras. Estudios sobre OPAs”, pp. 60-62. Editorial Civitas, 1999, Madrid.

⁶ MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W. “Characteristics of Target Hostile and Friendly Takeovers”, pp. 101-136. En: <http://www.nber.org/chapters/c2054> (última consulta 8 de marzo 2016).

descritas por García de Enterría, en las cuales se busca una integración estratégica a fin de obtener beneficios para ambas sociedades; por otra parte existen tomas de control que agreden directamente al directorio y buscan su reemplazo, como lo es la toma de control disciplinaria, la cual es la que ostenta el carácter de hostil.

Ya llegados a este punto quisiera detenerme un momento en la *fusión* societaria. Como se mencionó previamente ésta puede consistir en la fusión de dos sociedades o en la absorción de una por la otra. Ambas pueden llegar a ostentar el carácter de hostilidad, pues es muy posible – y de hecho en su modalidad de absorción es casi seguro- que cualquiera de ellas busque sustituir al directorio. Lo que las diferencia de las tomas de control como tales es el hecho de que las fusiones, para concretarse, primero han de ser aprobadas por el directorio, y en caso ellos no aprueben el proyecto de fusión éste no llegará a los accionistas.

Así lo dispone el artículo 346 de la Ley General de Sociedades: “*El directorio de cada una de las sociedades que participan en la fusión aprueba, con el voto favorable de la mayoría absoluta de sus miembros, el texto del proyecto de fusión. En el caso de sociedades que no tengan directorio el proyecto de fusión se aprueba por la mayoría absoluta de las personas encargadas de la administración de la sociedad*”. Sólo si los directores, al evaluar el proyecto y en virtud de sus deberes fiduciarios de lealtad y cuidado, llegan a la conclusión de que el plan de fusión maximizará la eficiencia de la sociedad y será beneficioso para los accionistas, es que el plan es presentado a la Junta General de Accionistas para su aprobación. De materializarse este supuesto los directores quedan restringidos de llevar a cabo actuaciones que puedan entorpecer la buena marcha de la fusión⁷. Si los directores consideran que el proyecto de fusión presentado por el potencial adquirente resulta poco favorable para la sociedad que gestionan, lo rechazarán. Es en ese momento en el que el adquirente interesado, ante la negativa de

⁷ Ley General de Sociedades del Perú, art. 348.

los directores, decide ir directamente con los accionistas y lanza la oferta hostil, buscando reemplazar a los directores vigentes con los propios, y pasar a dirigir la sociedad como él crea más conveniente. De esa forma además la toma de control hostil se convierte en una suerte de control indirecto para la aprobación o el rechazo del proyecto de fusión por parte de los directores.

Asimismo se entiende que se está frente a una toma de control hostil cuando, sin haber intentado una fusión previamente, el potencial adquirente se dirige a uno o varios accionistas con el objetivo de hacerse con sus participaciones a fin de poder consolidar un determinado grado de control sobre la sociedad. Así pues, la hostilidad se caracteriza por los rasgos definidos por Morck: la ausencia de negociación, aceptación y posterior resistencia por parte del directorio.

De lo expuesto anteriormente se desprende una interrogante que ha sido la que ha definido la manera en la que los ordenamientos regulan la oferta pública: Si la oferta hostil agrede directamente al directorio buscando su destitución y reemplazo, es muy probable que ellos no estén deseosos de que ésta se consuma. ¿Es en verdad prudente otorgarle mecanismos de defensa al directorio a fin de que puedan contrarrestar la toma de control inminente? Por una parte, es posible que al momento de obstruir la toma de control esté obrando en interés propio, pero por otra parte también es posible que esté obstruyendo la toma debido a que sabe que su consumación no sería en el mejor interés para los accionistas. Porque hay que tener en cuenta un factor muy importante: las tomas de control no siempre son tan claras, y como ya se dijo, varios de sus elementos pueden ser intercambiables. Pues bien, teniendo en cuenta esa premisa, no es descabellado afirmar que puede presentarse ante la sociedad una oferta que tenga presente el carácter de hostilidad y que, sin embargo, resulte perjudicial para los accionistas.

1.2.2 Primas de control

Líneas arriba se mencionó que el proceso mediante el cual se adquieren las acciones necesarias para ostentar el control de la sociedad es un proceso relativamente costoso. Esto ocurre debido al hecho de que el adquirente de dichas acciones está dispuesto a comprar las mismas por encima de su valor nominal, llegando a desembolsar en numerosas ocasiones sumas muy generosas por ellas. Ese monto adicional que se paga en beneficio del propietario de las acciones es denominado “prima de control”. Como bien lo explican los autores Vives y Gantiva, “*Una acción representa una parte alícuota del capital social de una sociedad. Por consiguiente, en principio, el valor de la acción será proporcional a la parte alícuota del capital que representa. Ahora bien, la práctica económica demuestra que los operadores en el mercado están dispuestos a pagar un precio superior por acción si la adquisición de un determinado paquete de acciones les confiere el control de la sociedad*”⁸. En otras palabras, puede definirse a la prima de capital como la valoración económica que hace el adquirente del control de la sociedad, monto que espera recuperar eventualmente gracias a la inversión realizada.

1.2.3 Clases de toma de control hostil

Ya habiendo definido el concepto y elementos característicos de las tomas de control, es momento de pasar a delimitar las clases de tomas de control hostil existentes. Esta distinción ha venido siendo desarrollada en Estados Unidos únicamente debido a que es en ese país donde las tomas de control hostil alcanzaron su apogeo gracias a la libertad que le otorga el sistema legal al mercado financiero. Ya que esa clasificación no obedece a factores que sean exclusivos al sistema norteamericano es posible afirmar que debería

⁸ VIVES, Fernando y GANTIVA, Camilo. El Mercado de Control Societario en Iberoamérica, pg. 398. En: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/03/Capitulo-11-.pdf>; consultado por última vez el 06/12/15.

ser tomada en cuenta como una clasificación general, que podría presentarse en cualquier país eventualmente.

Así, la doctrina norteamericana ha llegado a dividir las tomas de control hostiles en dos tipos: las ofertas públicas de adquisición por una parte, y las tomas de control furtivas por la otra. Ambas son claramente diferenciables, debido al carácter agresivo y frontal de la primera y el subrepticio de la segunda. Sin embargo, ambas pueden llegar a convertirse en asedios empresariales realmente dinámicos, con el potencial adquirente, haciendo lo posible por forzar la venta. Ante tal situación, los directores se ven obligados a desplegar todas las medidas defensivas que consideren necesarias a fin de proteger a la sociedad que representan, del perjuicio inminente, representado por la consumación del cambio de control no deseado para la sociedad.

1.2.3.1. Las ofertas públicas de adquisición: Tender (offers)

Las ofertas públicas de adquisición, también denominadas *Tender offers* en el ordenamiento norteamericano y como nos referiremos a ellas en las páginas siguientes, son aquellas tomas de control hostil en la cual el adquirente realiza una oferta pública de adquisición por el porcentaje del accionariado que necesita para hacerse con el bloque de control de una sociedad específica. El adquirente le dirige la oferta a unos accionistas específicos, con los cuales es muy probable que hayan existido negociaciones previas, y a un precio por encima del valor nominal de la acción, u otros incentivos económicos. Estos beneficios económicos que se le ofrecen a los accionistas a fin de convencerlos de que vendan sus acciones, son denominados *premiums*, y la legalidad de su uso ha sido largamente discutida.

Una de las ventajas de este método de adquisición hostil, y la razón por la cual fue el método más empleado durante varios años, es la posición extremadamente ventajosa del comprador atacante.

Por la manera en que está formulada, el potencial adquirente sólo deberá desembolsar la cuantiosa suma de dinero ofrecida a los accionistas objetivo en caso la oferta se consume en todos sus términos. Es decir, que sólo si el atacante ha logrado hacerse con el control efectivo de la sociedad se verá obligado a realizar el pago. Ni un segundo antes. De esa forma, si es que por los motivos que fueran – que principalmente tienen que ver con la labor defensiva de los directores de la sociedad objetivo – la venta se frustrara en alguno de sus extremos el comprador puede simplemente retirarse y poner fin a las negociaciones, sin perjuicio alguno para sí.⁹

Otra razón que llevó a la primacía de las *tender offers* fue el trato directo con el accionista. Normalmente, el accionista no ostenta un conocimiento especial acerca del mercado, o materias eminentemente empresariales. Para eso está el directorio, que es el que se encarga de la gestión de la empresa y conoce el funcionamiento de la misma, su estado actual, y sus proyecciones a futuro. Si un comprador atacante quisiera hacerse con el control de la sociedad, a un precio que no refleja el valor de la sociedad por resultarle excesivamente oneroso, evitaría a toda forma tener que tratar con los directores, quienes gracias a su conocimiento especial pueden determinar que se trata de una oferta perjudicial, aconsejando solicitar una suma mayor para cerrar la transacción o, caso contrario, el rechazo total de la misma. En la *tender offer* el atacante encontró la manera de pasar por encima de los directores y llegar directamente al accionista, quien, por las razones antes mencionadas, es más proclive a ceder a sus instigaciones y aceptar la oferta, así sea desventajosa¹⁰¹¹.

⁹ OFFENBERG, David and PIRINSKY, Christo A. “How Do Acquirers Choose between Mergers and *Tender offers*?”, Mayo, 2015. *Journal of Financial Economics* (JFE), 116(2), 331-348, 2015. En: <http://ssrn.com/abstract=2516982>.

¹⁰ MUELLER, Holger M. and PANUNZI, Fausto “*Tender offers* and Leverage”, Septiembre, 2003. ECGI - Finance Working Paper No. 22/2003; AFA 2004 San Diego Meetings. En: <http://ssrn.com/abstract=415480> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.415480>.

Esta práctica apareció aproximadamente en el año 1950 en el Reino Unido y en el año 1960 en los Estados Unidos, y ambas tuvieron el mismo efecto: la desaparición de varias miles de sociedades del mercado, y el perjuicio de un número aún mayor de accionistas. Los factores que incentivaron su aparición serán analizados con más detenimiento en el capítulo siguiente, pero fueron muy similares en ambos países, lo que eventualmente termina por marcar la diferencia es la manera en que se trató el problema y las consecuencias que se derivaron del mismo.

El enfoque que ambas legislaciones le dieron al momento de regularlas fue radicalmente distinto, pero ambas coincidieron en que, si no se hacía nada, el daño que se ocasionaría sería aún mayor. De esa forma nacieron las primeras regulaciones respecto a las tomas de control hostil, se incrementó el desarrollo doctrinario y, gracias a la acción de los organismos legales y reguladores, se logró estabilizar la situación, al menos por un tiempo. Y digo por un tiempo porque, como dice el dicho, “hecha la ley, hecha la trampa”, no pasó mucho antes de que se desarrollara una nueva práctica, una que desafiaba a las regulaciones de la ley y nuevamente puso en el ojo de la tormenta a las tomas de control hostil, siendo necesaria una intervención de los participantes del mercado y los reguladores del mismo para detenerla. Esta nueva práctica, pensada para sortear las barreras y restricciones de la ley, se caracterizaba por su carácter sigiloso y discreto, lo cual le valió la denominación que conserva hasta hoy: *creeping tender offer*, o adquisición furtiva.

1.2.3.2. Las adquisiciones furtivas (*Creeping Tender offers*)

Después de que los entes reguladores, en el caso británico, y los legisladores, en el caso estadounidense, intervinieran las *tender*

¹¹BURKART, Mike y PANUNZI, Fausto. “Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the *Tender offer* Process”, Junio, 2003. *ECGI - Law Working Paper* No. 10/2003. En: <http://ssrn.com/abstract=420940> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.420940>.

offers, el mercado logró estabilizarse por un tiempo. La protección que se diseñó para disminuir las prácticas dañinas varió entre ambos sistemas en un primer momento, pero eventualmente ambas llegaron a coincidir: se llegó a la conclusión de que, si se va realizar una oferta a los accionistas para que dispongan de sus acciones a un precio bastante beneficioso, esta oferta no debería estar destinada únicamente a aquellos que ostentan el bloque de control, sino a todos los accionistas de la misma clase accionarial, incluyendo a los minoritarios.

De esa forma se le otorgaba al accionista cuyo porcentaje accionarial no era tan elevado la posibilidad de salir de la sociedad para no quedar encerrados con el nuevo mayoritario, obteniendo el mismo beneficio económico en el proceso. Esta protección se “dispara” cuando una persona realiza una oferta por un porcentaje sustancial de las acciones de la sociedad objetivo, garantizando que la negociación y posterior obtención del bloque de control estarán sujetas a las reglas consignadas.

Es ahí, en la manera en cómo se acciona la protección, donde se ubicaba el punto flaco de la regulación, y es ese mismo el que se aprovechó para burlar la protección de la ley. Siendo que ahora las *tender offers* resultaban mucho más costosas y que, debido a eso, un intento de toma de control hostil frontal era mucho más complicado de ejecutar, se optó por un cambio de táctica. La ley protege la adquisición del bloque de control, pero no protege las transacciones de porcentajes pequeños del accionariado de la sociedad. Así, una persona que deseara adquirir un bloque de control accionarial podía empezar a adquirir, de distintas fuentes – el mercado o un accionista – pequeños porcentajes que eventualmente llegaran a consolidar su control de la sociedad, todo esto sin activar la protección legal y tener que verse obligado a lanzar una OPA a todos los accionistas.

La *creeping tender offer* es definida como el método subrepticio mediante el cual un comprador amasa un porcentaje accionarial suficiente como para asegurar el control de la sociedad, o

al menos garantizar que el control total pueda ser adquirido a un bajo precio, dada la baja probabilidad de ofertas competidoras y resistencia¹².

Esta nueva modalidad de toma de control hostil fue la que puso en evidencia la vulnerabilidad del sistema vigente y resultó ser aún más dañina que la anterior. Además de los ya notados efectos negativos de las *tender offers*, se deben sumar en esta situación la desaparición de la labor fiscalizadora del mercado de control y el perjuicio económico de los accionistas que se ven enfrentados al adquirente subrepticio. La labor fiscalizadora se ve relativizada en esta toma de control debido a que no necesariamente parte de una gestión deficiente, sino que en este caso el elemento subyacente es el interés del adquirente de hacerse con el control de la sociedad para fines propios, los motivos de eficiencia no son el elemento definitivo de la estrategia.

El otro punto está referido al hecho de que, en una *tender offer*, el accionista objetivo tiene la certeza, o un alto grado de ella, de que está vendiendo al mejor precio posible; mientras que, por el contrario, en la *creeping tender offer*, el accionista compraría al precio que el adquirente decida, el cual se encontrará seriamente reducido en comparación al máximo valor posible, debido a que el invasor cuenta con una parte sustancial del accionariado y eso lo pone en una posición de ventaja suficiente para fijar el precio que él crea conveniente. En esos casos los accionistas pueden incluso preferir vender a un tercero interesado sus acciones, en busca de una salida menos dañina, pero que no ofrece paliativo total para lo que acaba de ocurrir.

¹² ENRIQUES, Luca y GATTI, Matteo. "Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry, Agosto, 2014. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper* N°. 264/2014; Oxford Legal Studies Research Paper No. 69/2014. En: <http://ssrn.com/abstract=2492158>.

En estas circunstancias, queda claro que el accionista queda en una posición más desventajosa para defenderse que en la misma *tender offer*. De consumarse, corre el riesgo de perderlo todo y la ley en muchos casos no alcanza para asistirlo. Es aquí donde se termina de concretar la ruptura entre los ordenamientos de corte británico y el norteamericano: El ordenamiento británico mantuvo firme su postura de restricción al directorio y oferta pública obligatoria, mientras que el norteamericano empoderó a los órganos de gestión a fin de que pudieran llevar a cabo las labores defensivas de los accionistas a los que representan, abriendo la posibilidad de someter posteriormente su actuación a control judicial.

1.4 CAUSAS. FUNCIÓN FISCALIZADORA.

Habiendo determinado los medios y el objetivo, se plantea una pregunta más interesante, y cuya respuesta ha sido objeto de constante debate en los últimos años por motivos que describiré a continuación ¿Qué factores son los que impulsan a un adquirente a hacerse con el control de una sociedad? La respuesta más simple y más directa es la que aplica a casi cualquier negocio desde la invención de la moneda muchos siglos atrás: beneficio económico.

En el caso del mercado de control sin embargo, es necesario ir más allá a fin de comprender mejor cómo es que se materializa este beneficio económico. La explicación a este interrogante vino de manos de Henry Manne quién, junto con Marris, es considerado precursor de la teoría de mercado de control societario. En su artículo *Mergers and the market for corporate control*, Manne explica uno de los principios que mueve el mercado de control corporativo: “Una premisa fundamental que subyace bajo el mercado de control corporativo es la existencia de una alta correlación positiva entre la eficiencia gerencial corporativa y el precio de mercado de las acciones de la compañía. Si una compañía existente es pobremente manejada – en el sentido de que obtiene grandes ganancias para los accionistas como podrían obtenerse mediante un manejo más factible – el precio de mercado de las

acciones declinará en comparación al de las acciones de otra compañía de la misma industria o en comparación al mercado en general¹³”.

Efectivamente, las malas decisiones de los directivos y gerentes de la sociedad pueden reducir el valor nominal de la acción, en perjuicio de los accionistas. Es ahí donde entra el adquirente. El adquirente pretende esas acciones porque mediante la realización de estudios y/o asesoría ha podido determinar que el relativamente bajo precio de las acciones se debe a una mala gestión, y que la sociedad en realidad puede llegar a valer mucho más, en mejores manos. Así, se propone adquirir el bloque accionario necesario para poder hacerse con el control efectivo, reemplazar a la directiva ineficiente con la suya propia y así gestionar la sociedad de forma que en un lapso determinado de tiempo pueda lograr que la acción valga todo lo que puede valer y de esa forma obtener un gran beneficio económico.

De la premisa anterior, Manne deriva otro aspecto muy relevante y que por lo general es pasado por alto al momento de analizar las tomas de control en el mercado corporativo. De forma indirecta, el mercado ejerce un efecto fiscalizador sobre la gestión de la sociedad, conminándola a mantener un estándar de eficiencia a fin de no verse fuera del negocio por una toma de control eventual. Esto funciona como un seguro para el accionista, quien puede estar relativamente más tranquilo sabiendo que la gestión de la sociedad debe tratar de ser lo más eficiente posible gracias a la presión pasiva del mercado. Además de lo anotado por Manne, Bebchuk suma otra buena razón para afirmar el llamado “efecto fiscalizador”: es común que las compensaciones e ingresos de los directores estén vinculadas al precio de las acciones mediante el pago en acción de la compensación o a beneficios otorgados en forma de derechos de

¹³ MANNE, Henry G. “Mergers and the Market for Corporate Control”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2, Abril, 1965, pp. 110-120. En: <http://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/Manne.pdf>.

adquisición preferente¹⁴. Esta práctica fue ideada, según puede deducirse, como uno de tantos medios para tratar de disminuir los costes de agencia. No fue absoluta, porque eventualmente un director podía exigir al potencial adquirente *premiums* más altos a fin de compensar la depreciación de sus acciones y el lucro cesante de la adquisición preferente, pero logró incrementar los costes de una transacción desleal, lo cual contribuyó a un control indirecto de las mismas.

Enfocándolo desde una perspectiva más orientada al gobierno corporativo Robert Brown afirma que *“el mercado de control corporativo ha sido visto desde hace largo tiempo como un componente central del proceso de gobierno corporativo. Al punto de que, si es que se encuentran insatisfechos con la dirección, los accionistas pueden salirse de la compañía, empujando el precio de las acciones abajo y haciendo la compañía posible de adquirir por un tercero”*¹⁵.

Esa función fiscalizadora ha sido como el Dr. Brown explica, un elemento muy positivo para el mercado y los participantes en el mismo, llegando a ser más efectivo que el mismo control judicial. Ese punto de vista es compartido por Manne: *“Comparados con este mecanismo, los esfuerzos de la SEC y las cortes por proteger a los accionistas a través del desarrollo del concepto de deber fiduciario y de una posterior demanda por parte del accionista se ven ciertamente minimizados”*¹⁶. , Por lo tanto podría afirmarse que los accionistas se ven perjudicados en alguna forma al admitir este tipo de prácticas, pues ven reducido el valor de su acción al momento de

¹⁴ BEBCHUK, Lucian A. y FERRELL, Alan. “Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers” (Junio 2000). NBER Working Paper No. w7232. En: <http://ssrn.com/abstract=227566>.

¹⁵BROWN, Robert y CASEY, Lisa. *Corporate Governance: Cases and Materials*, pg. 426-436. Editorial Matthew Bender, 2011.

¹⁶MANNE, Henry G.. “Mergers and the Market for Corporate Control”. *The Journal of Political Economy*, Vol.73, No. 2.,Abril, 1965, pp. 110-120.

incentivar la toma de control; pero algo muy cierto también es que muchos males se han evitado gracias a la vigilante mirada de los potenciales adquirentes.

El debate viene cuando se toma en consideración otro de los efectos colaterales de la función fiscalizadora: todo son bondades cuando se habla acerca del accionista y del adquirente en esta práctica, pero hay una parte a la que no le hace mucha gracia el cambio de control sobreviniente. Los directores de la sociedad, en su calidad de gestores, son proclives a verse agredidos por esta posibilidad de ser reemplazados en sus funciones en la sociedad, y se ven en una disyuntiva. Por una parte están vinculados por sus deberes fiduciarios de cuidado y lealtad para con los accionistas y la sociedad, lo cual implica maximizar el rendimiento de la sociedad y evitar el perjuicio del accionista; y por otra ven afectados sus intereses personales al momento de hacer frente a una oferta de cambio de control. Esta situación incrementa los denominados costos de agencia¹⁷, término usado por los economistas para describir a las ineficiencias y pérdidas que nacen del choque de los intereses de los accionistas con los de los directores¹⁸.

Ese conflicto inherente a la estructura de la sociedad ha enmarcado la discusión acerca de la estructura del mercado de control, sino también de las tomas de control hostil y de los medios empleados para protegerse de las mismas.

¹⁷BROWN, Robert y CASEY, Lisa. *Corporate Governance: Cases and Materials*, pg.8-9. Editorial Matthew Bender, 2011

¹⁸ JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Julio, 1976. JENSEN, Michael C. "A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms", Harvard University Press, Diciembre, 2000; *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4, 1976. En: <http://ssrn.com/abstract=94043>.

Por una parte está la postura adoptada mayormente por el ordenamiento norteamericano, la cual postula que los directores son las personas más aptas para lidiar con las ofertas de adquisición hostiles gracias a su formación y a su amplio conocimiento de las actividades de la empresa y el funcionamiento de la misma; estableciendo medios de control alternos que permiten una eventual intervención de los accionistas en caso consideren que los directores están fallando con respecto a sus deberes fiduciarios, todo esto bajo la supervisión de las cortes y la SEC¹⁹²⁰.

Y por otra parte tenemos la postura británica, que eventualmente se extendió a casi toda Europa e Iberoamérica, según la cual los costes de agencia deben de ser reducidos lo máximo posible, y en aras de cumplir ese objetivo limitan en gran manera los poderes de los órganos de gestión de la sociedad. Otras posturas, puntualmente la de Japón, combinaron la influencia de ambas, tratando de hallar un punto medio. Esta controversia será abordada más adelante, pues constituye uno de los elementos esenciales en esta investigación, basta dejar la cuestión planteada por ahora.

Con esas nociones claras finaliza éste análisis. El objetivo de este capítulo era abordar el tema desde una perspectiva doctrinaria a fin de poder analizar la situación que se presenta cuando una sociedad enfrenta una toma de control hostil, y en qué posición está la misma de defenderse. Al mismo tiempo se buscaba identificar qué es lo que produce esas tomas y a quiénes afecta dentro de la misma sociedad. Para el desarrollo de esta investigación es necesario entender, además, de dónde vienen éstas figuras jurídicas, qué fue lo que originó su regulación y en base a qué se formuló ésta. A continuación pasaré a analizar los antecedentes históricos, a fin de

¹⁹BAINBRIDGE, Stephen M. "Director Primacy" (Mayo 25, 2010). *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* No. 10-06. En: <http://ssrn.com/abstract=1615838>.

²⁰BAINBRIDGE, Stephen M. "Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance" Febrero, 2002. *UCLA, School of Law Research Paper* No. 02-06. En: <http://ssrn.com/abstract=300860>.

poder analizar de una mejor manera cómo fue que, enfrentados los Estados Unidos y Gran Bretaña a un mismo problema, terminaron por llegar a posturas radicalmente distintas, que suelen estar enfrentadas.

CAPÍTULO SEGUNDO

LA RESPUESTA JURÍDICA EN EL DERECHO COMPARADO

Para el inicio de este capítulo considero ideal recordar parte de la reflexión inicial con la que John Armour inicia su trabajo *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*: “Entender el variado desarrollo de los regímenes legales respecto a las tomas de control hostil es importante en varios niveles. Primero, el cómo los países regulan estas transacciones tiene consecuencias potencialmente profundas para la actuación gerencial, el rendimiento de los inversores, y la locación de activos en la economía. Segundo, en la última década, gran parte del debate académico se ha enfocado en la posibilidad de que la globalización está causando que los sistemas nacionales de ley corporativa y gobierno converjan. Sin embargo, en vez de converger, hay un alto grado de divergencia en la forma en la que las tomas de control hostil son reguladas en las economías más desarrolladas con mercados de capital sofisticados²¹”.

²¹ARMOUR, John; JACOBS, Jack y MILHAUPT, Curtis. “The Evolution of Hostile Takeovers in Emerging Markets: An Analytical Framework”. *Harvard International Law Journal*, Vol. 52, Número 1, Invierno de 2011. pp. 222-223.

El Dr. Armour, reconocido especialista en temas de Derecho Corporativo, ha centrado gran parte de su trabajo en analizar las diferencias entre el ordenamiento estadounidense y el ordenamiento británico, pues lo considera necesario para realizar un estudio más adecuado acerca del tema. Efectivamente, como se ha mencionado ya, la manera en la que las diversas regulaciones eligen hacerle frente a las tomas de control hostil es marcadamente diferente. Las medidas y los límites en las que las mismas se mueven responden a principios distintos, lo cual ha causado un desarrollo independiente que ha llevado a la consolidación de diversas buenas prácticas.

Para el propósito de esta investigación se ha considerado pertinente analizar cuáles fueron las causas que llevaron a los diferentes ordenamientos a responder en la forma en que lo hicieron, pues eso permitirá una mayor comprensión de las medidas adoptadas en cada caso. En esta oportunidad se hará referencia a tres países puntualmente: Gran Bretaña, Estados Unidos y Japón. Los dos primeros fueron los que tuvieron que hacer frente a las tomas de control hostiles antes que los demás, debido a ello, son los que presentaron una incipiente respuesta al asunto²². Ambas posturas fueron consolidándose con los años, al punto que la postura británica posteriormente se extendió al resto de Europa y América del sur. El caso de Japón es uno que debe ser resaltado por su particularidad: fue fruto de un brote tardío de tomas de control hostiles, pero que no se decidió por ninguno de los esquemas ya adoptados y optó por crear el suyo propio, tomando premisas tanto del norteamericano como del británico.

Habiendo concluido con la introducción correspondiente al tema, pasaré a recapitular los eventos que acaecieron en el primero de los ordenamientos seleccionados: Gran Bretaña.

²² ARMOUR, John y SKEEL, David A. "The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation. Regulation", Vol. 30, No. 3, Otoño de 2007; *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper* No. 08-24. En: <http://ssrn.com/abstract=1025986>

2.1. LA SOLUCIÓN BRITÁNICA

2.1.1 ORIGEN

Siendo Estados Unidos el país en el cual se ha dado mayor desarrollo a la práctica de la toma de control hostil, sería lógico pensar que fue el primero en el cual ésta comenzó a causar estragos. Sin embargo, la realidad es otra. Fue en Gran Bretaña, aproximadamente en el año 1950, que empezaron a aparecer por primera vez las *tender offers*, con un resultado nefasto.

Uno de los principales factores históricos que influyó sobremanera en el *boom* de estas prácticas comerciales fue el estado de la situación económica de aquel entonces. En aquella época, la valoración de las acciones se llevaba a cabo en atención a información muy limitada, teniendo como base principal los dividendos, en cuanto entendían que estos eran la manifestación económica del compromiso de los gestores de la sociedad para con los accionistas. No se tenía en cuenta que los dividendos no son una muestra 100% fiable de la eficiencia de la sociedad, pues deben de tenerse presentes aspectos que van más allá de los mismos: la información privada de la empresa – guardada en reserva por los directores –, alianzas potenciales y planes a futuro. En otras palabras, era una concepción bastante simplista del valor de la sociedad, que no incluía en ninguna de sus valoraciones el valor potencial o intrínseco de la sociedad. Sin embargo, un buen número de empresarios sí fueron capaces de ver más allá de los dividendos, y se dieron cuenta de que las sociedades estaban vendiendo sus acciones a un precio mucho menor que el que correspondía en atención de las características inherentes a la misma.²³²⁴

²³ARMOUR, John y SKEEL, David A., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation, 2007, *Georgetown Law Journal*, Vol. 95, p. 1727, 2007; ECGI - Law Working Paper No. 73/2006. Véase: <http://ssrn.com/abstract=928928>.

En esas circunstancias, se llevó cabo la primera toma de control hostil en el año 1953, que consistió en la adquisición exitosa de “*J Sears Holdings*” por parte de Charles Clore. En aquella ocasión los directores manifestaron a los accionistas su intención de incrementar los dividendos en los próximos meses, afirmación realizada a partir del conocimiento especial que ostentaban como gestores de la sociedad, pero los accionistas no quisieron aceptar la propuesta presentada por los directores y le vendieron rápidamente a Clore el bloque de control accionarial. Esta fue la primera aproximación que se tuvo a la toma de control hostil, como puede verse, en su etapa más esencial y causada principalmente por una subestimación de los activos y el potencial de la sociedad por parte de los mismos accionistas. Sin embargo, a pesar de que causó muchos cuestionamientos en su momento, no atrajo sobre sí la suficiente atención como para motivar una regulación especial. Eso vendría poco después de la mano de otro caso, muy parecido en general, pero con una diferencia esencial: que en esa otra ocasión los directores sí lograron impedir la toma de control hostil.²⁵

El caso al que hago referencia en el último párrafo no es otro que el del *Savoy Hotel Ltd.*, ocurrido en el mismo año, en el cual un inversor de nombre Harold Samuel, trató de hacerse con el hotel en cuestión a fin de poder convertirlo en unas oficinas, para un negocio personal. El directorio se opuso firmemente a la oferta presentada por Samuel, al igual que sus pares en el caso “*J Sears Holdings*”, entrando en conflicto con los deseos de los accionistas, quienes estaban convencidos de que la oferta de Samuel era por demás conveniente. El directorio se decidió a trabar esa venta por los medios

²⁴NYOMBI, Chrispas. “A Critique of Shareholder Primacy Under UK Takeover Law and the Continued Imposition of the Board Neutrality Rule”, Febrero, 2015). *International Journal of Law and Management*, Vol. 57 Iss 4, pp. 235 - 264. En: <http://ssrn.com/abstract=2644964>.

²⁵ ARMOUR, John y SKEEL, David A. “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation” (2007). *Georgetown Law Journal*, Vol. 95, p. 1727, 2007; ECGI - Law Working Paper No. 73/2006. En: <http://ssrn.com/abstract=928928>. P. 1756.

que fuera posible, así que recurrió a una variante de lo que hoy se ha llegado a constituir en un mecanismo defensivo muy usado: el *lockup*. Más adelante será desarrollado con más profundidad, pero, para fines ilustrativos del caso, realizaré aquí una breve introducción. El *lockup* es un mecanismo defensivo mediante el cual una sociedad objetivo, a fin de evitar la adquisición inminente, vende un porcentaje importante de las acciones de la sociedad a una tercera parte interesada distinta al ofertante que ha presentado la propuesta de la toma de control hostil, con fines preventivos²⁶. De esa forma la toma de control hostil se vuelve imposible de concretar debido al alto costo que implicar para el ofertante hostil realizar una nueva oferta a la tercera parte interesada. Eso fue exactamente lo que hicieron los directores del *Savoy Hotel Ltd*: Coordinaron la venta del hotel con *Worchester London Co.*, con las condiciones de que el hotel debía ser arrendado de vuelta a ellos, y que se incluyera una cláusula a fin de establecer que el local sólo pudiera ser utilizado para actividades correspondientes a la rama de la actividad hotelera²⁷.

Toda esta maniobra defensiva – que eventualmente fue exitosa, pues frustró definitivamente el intento de compra por parte de Samuel – se hizo sin consentimiento alguno de los accionistas, quienes sentían que se les había dejado completamente de lado, y reclamaron airadamente ante la *United Kingdom's Board of Trade*. La *Board of Trade* inglesa es un organismo no judicial, encargado de supervisar las actividades correspondientes al mercado inglés, y a las compañías que participan en él. Así, fue la misma *Board of Trade* la que determinó que en esta ocasión los directores se habían excedido en sus funciones al anular totalmente a los accionistas en una gestión en la cual los mismos no deberían de poder serlo, pues en ese caso se estaría permitiendo que el directorio alcance una superioridad preocupante tanto a nivel interno como externo.

²⁶DOUGLAS M. Baron. “Controlling Imprudent Lock-Ups: The Necessity for Federal Legislation”, 63 Wash. U. L. Q. 91 (1985). En: http://openscholarship.wustl.edu/law_review/vol63/iss1/5.

²⁷ GOWER, L. C. B.. “Corporate Control: The Battle for the Berkeley”. *Harvard Law Review* 68.7 (1955). En : <http://doi.org/10.2307/1337693> 1176–1194. Web.

A pesar de las observaciones realizadas, la conducta de los directores del Savoy Hotel quedó incólume, siendo que no habían hecho nada ilegal y que la *Board* no tiene potestades punitivas. Sin embargo el caso ya había puesto en el ojo de la tormenta a las tomas de control hostiles, y sobre todo, el papel que los directores podían llegar a jugar en éstas. Y, en esas circunstancias, ocurrió el tercer caso, el cual, dados los rasgos particulares del mismo, y teniendo en cuenta el panorama después del caso del Hotel Savoy, fue la gota que colmó el vaso, y que causó una intervención que cambiaría las reglas del juego permanentemente.²⁸

El tercer y último caso al que se hará mención en este apartado es el que tuvo lugar en el año 1958, con la reñida disputa por el control de *British Aluminium Ltd.* En esta ocasión el problema no involucraba a dos, sino a tres partes: de un lado estaba *British Aluminium Ltd.*, como compañía objetivo; y del otro estaban *Reynolds Metal Company* y la *Aluminium Company of America (ALCOA)*, como ofertantes que buscaban hacerse con el control de la misma. La compañía en cuestión era muy deseada por ambos ofertantes, y la puja era bastante fuerte. En este contexto, los directores de *British Aluminium Ltd.* aceptaron la oferta de la ALCOA, ofreciéndoles emitir acciones a su nombre que constituyeran un tercio del total de las acciones de la compañía, descartando directamente la otra oferta. Viéndose rechazada de esa forma, la *Reynolds Metal Company* realizó una oferta directamente a los accionistas, haciendo públicas las negociaciones entre sus directores y la ALCOA.

Lo que vino a continuación no hizo sino empeorar la situación: Los accionistas, furiosos por el actuar negligente y desleal de sus directores, les reprocharon la manera en la que habían conducido todo y se negaron a aceptar la oferta de la ALCOA. Los directores, en su

²⁸ OKANIGBUAM, Frank, “Corporate Takeovers And Shareholder Protection: UK Takeover Regulation In Perspective”. En http://www.humanities.manchester.ac.uk/medialibrary/law/main_site/Research/Student_Law_Review2/MSLR_Vol2_11%28Okanigbuan%29.pdf

afán de calmarlos, no tuvieron mejor idea que ofrecerles que incrementarían enormemente los dividendos de la empresa. Eso enfureció todavía más a los accionistas, ya que debido a los términos en los que se había negociado la transferencia de control ese incremento de dividendos beneficiaría más a la ALCOA que a todos ellos, y además porque ello implicaba que los directores habían acordado vender la sociedad bajo el precio, a sabiendas de que las acciones podían incrementar su valor en un corto plazo. Debido a todo esto, los accionistas aceptaron la oferta presentada por la *Reynolds Metal Company*, anulando el negocio preferido por los directores.²⁹

Antes de pasar a la conclusión a la que llevaron esta serie de acontecimientos, considero apropiado hacer una breve pausa para poder analizar el impacto que tuvieron en la mentalidad del legislador británico al momento de poner las reglas sobre control hostil. En el caso *J Sears Holdings* se pudo ver, por primera vez, el conflicto de intereses entre los directores de una sociedad y los accionistas de la misma. A pesar de que en aquella ocasión terminó haciéndose la voluntad de los accionistas, es posible que los directores en verdad acertaran y que las acciones podrían haber incrementado su valor en un tiempo.

Luego, en el caso del Savoy Hotel, se vio por primera vez a un directorio que se decidió a truncar una transferencia de control a pesar de la protesta de los accionistas, y lo logró exitosamente. La maniobra defensiva del *lockup* no es una maniobra desleal, más bien es bastante empleada en los Estados Unidos debido a su efectividad. Nuevamente, se contraponen los conocimientos especiales de los directores con la voluntad de los accionistas, y empieza a hacerse más evidente de que ese choque va a estar siempre presente al momento de tomar decisiones relacionadas con el control de la sociedad, por los motivos ya explicados en el capítulo anterior. Lo que quiero resaltar de este evento, más que la maniobra en sí misma, es que el perjuicio

²⁹ ARMOUR, John; JACOBS, Jack y MILHAUPT, Curtis. “The Evolution of Hostile Takeovers in Emerging Markets: An Analytical Framework”. *Harvard International Law Journal*, Vol. 52, Número 1, Invierno de 2011. pp. 235-236.

en realidad viene de la indefensión del accionista, quien debido a la falta de medios, gracias a la precaria regulación de aquel entonces, no tuvo posibilidades de responder ante lo que él percibía como un atropello.

Finalmente, en el caso de la *British Aluminium Ltd.*, se pudo ver la peor versión de una toma de control hostil, con unos directores poco escrupulosos que, sin lugar a dudas, actuaron por puro interés personal, causando perjuicio a los accionistas en ese momento. Algo dejó en claro este último caso: la necesidad de regulación era innegable, pues así como los directores podían actuar para defender el interés de los accionistas también podían ocasionar mucho daño.

2.1.2 Planteamiento

Pues bien, con esas premisas en mente, es posible ver de una forma más objetiva los resultados de los eventos ocurridos en el medio británico. Los inversores institucionales exigían se le pusiera un freno a los directores y su imbatible autoridad, y que el accionista debería de gozar de mucha mayor protección frente a estas amenazas. Ahora bien, el *Bank of England*, por temor a que si es que el legislador interviniera terminara por asumir la competencia relativa a esta materia, cosa que buscaba evitar debido a la rigidez del sistema legal – el legislador británico todavía no se hacía presente, y la poca regulación existente era la que se entendía por buena práctica – se propuso diseñar un conjunto de normas que pudieran poner orden en el mercado.

Así, después de algunos bosquejos, en el año 1968, se publicaba el *City Code on Takeovers and Mergers*. Este código se caracterizó por recoger principios generales de gobierno corporativo y varias reglas, todos ellos orientados a la protección de los accionistas en las tomas de control hostil. Junto con el código se creó el *City Panel on Takeovers and Mergers*, el cual consistía en un consejo conformado por privados con reconocido conocimiento y trayectoria en la materia, que se encargarían de hacer cumplir los principios del

Code y que resolverían los conflictos emergentes. Ya en el año 1972 se introdujo la que se convertiría en la norma más emblemática del Code y la postura que representa hasta el día de hoy: la *mandatory bid rule*, o regla de oferta pública adquisitiva obligatoria, en español. Según ésta, cuando una parte adquiere el control del 30% de las acciones con derecho a voto de la sociedad está obligada a realizar una OPA por el total de las acciones restantes, al mismo precio. De esa forma se protege a los accionistas en general y se garantiza un derecho de salida a todos. Es aquí donde encontramos el origen de la OPA obligatoria como mecanismo de protección frente a las tomas de control hostiles, la cual posteriormente se integró al resto de Europa y hoy ya está presente en casi todos los cuerpos legales de los Estados Miembros de la Unión Europea.³⁰

En efecto, el *Code*, de mano del Panel, logró estabilizar las tomas de control hostiles, reduciendo en gran parte su número, al mismo tiempo que limitó el actuar de los directores. Otros efectos colaterales son, por ejemplo, el ascenso de los inversores institucionales como una fuerza reconocida y, con ello, el favorecimiento de la concentración de propiedad y las empresas familiares.

2.1.3 Conclusión Preliminar

De todo esto, podemos extraer una conclusión: la regulación efectuada por Inglaterra terminó siendo bastante restrictiva con el directorio y sus potestades. Y es que esto es lo que tiende a suceder cuando se legisla o se regula en función de un conflicto o escándalo que ha traído consigo el clamor popular. La presión mediática es bastante fuerte, y se espera que el legislador actúe como una suerte de “vengador” de los damnificados y que caiga con todo su peso sobre los responsables, lo cual termina por lo general, con la promulgación de una ley o regulación que se enfoca en resarcir el perjuicio acaecido y que tiende a ser más restrictiva de lo que debería. Quiero llamar a la reflexión respecto a esto último, sobre todo porque cuando se trata de

³⁰GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Madrid: Civitas. Pg. 46-48.

políticas económicas y Derecho corporativo se debe ser en extremo cuidadoso con las limitaciones que se imponen a las instituciones y prácticas de los mismos, pues la regulación puede generar repercusiones negativas, terminando por ser más dañinas que la conducta que se buscaba prevenir. Se necesita una regulación, eso no está en discusión, pero ésta ha de ser proporcional y cuidadosamente tipificada.

El propósito de realizar este breve marco histórico era esclarecer el origen de la OPA obligatoria, las causas que llevaron a su formulación y el impacto que tuvo, a fin de poder realizar una comparación más precisa con el ordenamiento norteamericano.

2.2. LA VÍA NORTEAMERICANA

2.2.1 Origen

En Estados Unidos no se presentaron casos de la magnitud de los tres mencionados respecto a Gran Bretaña. Para esto hay que tener en cuenta el contexto histórico: en ese entonces sí existía un método regulado para obtener el control de una compañía, denominado *proxy contest*. El proceso en cuestión consiste en la solicitud por parte de un grupo de accionistas para realizar cambios en el directorio de la sociedad, principalmente por ineficiencia. Así, constituye una auténtica lucha por el control societario³¹. El proceso es aún más favorable cuando el oferente tiene un amplio porcentaje del accionariado. De esa forma, una persona o un grupo de personas que quisieran hacerse con el control de la sociedad primero debería intentar hacerse con un porcentaje accionarial más o menos importante, para luego solicitar, con las formalidades exigidas por la autoridad competente en materia corporativas – la *Securities and Exchange Commission* – una votación para intentar reemplazar al directorio vigente. Así, existía la posibilidad de concretar cambios de

³¹BREALY, Richard A., MYERS, Stewart C. y ALLEN, Franklin. “Principles of Corporate Finance”. New York, McGraw-Hill Irwin, 2011.P. 808-810.

control de forma segura y regulada, pero el procedimiento era algo largo y engorroso, debido a la cantidad de trámites que debían realizarse.

A mediados del año 1960, después de que tuvieran lugar los acontecimientos en suelo británico, se inició un incremento en las tomas de control hostil – en su modalidad de *tender offers* – que afectó enormemente a la economía norteamericana. Las *tender offers* terminaron por desplazar a los *proxy contest* como método de negociación preferido para participar en el mercado de control debido al menor costo que ésta implicaban y a la mayor flexibilidad que permitía la falta de regulación del sistema para el ofertante. El reducido costo de las *tender offers* se debe a tres razones particulares: en primer lugar, el surgimiento de las figuras de los inversores institucionales, quienes invertían mayormente a corto plazo y cuyo porcentaje accionario del total del mercado nacional creció de forma considerable entre los años 1960 y 1980. En segundo lugar está la baja cotización de las acciones norteamericanas en relación a sus activos, lo cual incentivaba la adquisición de acciones en lugar de intentar la compra de los activos mismos. Y, en tercer y último lugar, está la disponibilidad de capital de inversión³². Ocurre que en aquel entonces se hizo muy común la utilización de los denominados “*junk bonds*” para efectuar pagos como una opción a las acciones, que no son otra cosa que bonos que consignan altos beneficios, pero que presentan un riesgo crediticio muy alto³³. Estos bonos eran empleados en las tomas de control hostil con resultados altamente negativos, pues los accionistas que aceptaban la oferta se encontraban con que el financiamiento provenía de créditos no asegurados cuando ya era demasiado tarde.

³²BRODSKY, Edward y ADAMSKI, Patricia. *Law of Corporate Officers and Directors*, 1999 Cumulative Supplement, Wet Group. P. 602-610.

³³GILSON, Stuart C. and WARNER, Jerold B., *Junk Bonds, Bank Debt, and Financing Corporate Growth* (October 1997). En: <http://ssrn.com/abstract=47269>.

En esta ocasión el aprovechamiento de la falta de regulación se manifestó de una forma muy distinta, los compradores interesados en hacerse con el bloque de control de una sociedad no estaban obligados a proporcionar información de ningún tipo a los accionistas de la sociedad objetivo acerca de la transacción que se pretendía concretar ni de los aspectos relevantes para la misma. Esto conllevaba a que los accionistas se vieran en la situación de tomar una decisión sobre el control de la sociedad sin saber de dónde venía el dinero, ni con qué objeto se estaba realizando la adquisición o, en algunos casos inclusive, el nombre real del comprador³⁴. A ese aspecto debe de sumarse otro más que también influyó mucho en los resultados de estas ofertas: el corto plazo durante el cual permanecía en vigencia la oferta. Lo normal era que una vez propuesta, la oferta se mantuviera activa durante unos pocos días, dejando de esta forma poco tiempo de respuesta al accionista para poder considerar su respuesta. Es debido a esto que a estas ofertas se las empezó a conocer como los “*Saturday night specials*”.³⁵³⁶ La suma de estos dos factores tuvo como resultado la adquisición de aproximadamente 10,000 compañías entre los años 1967 y 1969³⁷.

La poca información y el reducido lapso de tiempo ocasionaron la estampida de los accionistas objetivo, quienes al verse en esa situación no tenían mayor salida que vender sus acciones al ofertante, por dos motivos muy puntuales: tratar de aprovechar la oferta

³⁴ARMOUR, John; JACOBS, Jack y MILHAUPT, Curtis. “The Evolution of Hostile Takeovers in Emerging Markets: An Analytical Framework”. *Harvard International LawJournal*, Vol. 52, Número 1, Invierno de 2011. P. 241-242.

³⁵BARIK, Nikhilesh. “Takeover Defenses and Corporate Governance”, Abril 15, 2012. En: <http://ssrn.com/abstract=2039844> .

³⁶GATTI, Matteo. “The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does It Make?”, Julio 30, 2014. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 1, No. 20, 2014; Rutgers School of Law-Newark Research Paper No. 132. En: <http://ssrn.com/abstract=2329891>.

³⁷ARMOUR, John; JACOBS, Jack y MILHAUPT, Curtis. “The Evolution of Hostile Takeovers in Emerging Markets: An Analytical Framework”. *Harvard International LawJournal*, Vol. 52, Número 1, Invierno de 2011. pp. 241-242.

mientras estuviera vigente, y al mismo tiempo evitar quedar encerrados con un nuevo mayoritario. Debido a estas circunstancias se empezó a plantear la creación de una regulación que pudiera evitar el abuso de las *tender offers* para obtener el control de forma irregular y perjudicial para el sistema.

2.2.2 Planteamiento

Ya con el contexto histórico aclarado, realizaré una breve introducción al sistema legal norteamericano en lo referente a la regulación corporativa. A diferencia de Gran Bretaña, en Estados Unidos la ley si interviene en las materias corporativas a nivel judicial, mediante legislación a nivel general y estatal. El órgano encargado de supervisar su cumplimiento, a nivel federal, es la *Securities and Exchange Commission*– en adelante, la SEC –, una agencia del Gobierno que tiene como función vigilar el área correspondiente a los mercados de valores y financieros, promulgando normas de obligatorio cumplimiento y haciéndolas cumplir. Al mismo tiempo cada estado puede, dentro de los márgenes establecidos por la SEC, implementar sus propias políticas respecto al mercado de valores y aspectos accesorios al mismo, habilitando a las cortes locales a conocer los casos que pudieran presentarse eventualmente. De esa forma, cada estado tiene una legislación que puede ser más o menos restrictiva para la inversión privada, según lo considere adecuado. El estado que se ha caracterizado por su flexibilidad y su normativa pro inversión y pro desarrollo corporativo es Delaware. Delaware tiene un marco regulatorio bastante flexible en materia corporativa³⁸³⁹, sobre todo en lo referente a los impuestos que han de pagar las compañías que elijan establecer su centro de operaciones ahí, motivando que muchas empresas tengan como

³⁸ HAMERMESH, Lawrence A. “The Policy Foundations of Delaware Corporate Law”, Noviembre, 2006, *Columbia Law Review*, Vol. 106, No. 7. En: <http://ssrn.com/abstract=929759>.

³⁹LOPUCKI, Lynn M. “The Readable Delaware General Corporation Law”, Julio, 2013. *UCLA School of Law Research Paper* No. 13-20. En: <http://ssrn.com/abstract=2292236>

primer destino Delaware⁴⁰. Gracias a esto es que es en Delaware el estado en el cual se ha visto un mayor desarrollo corporativo en el transcurso de los últimos años, debido al incremento de la inversión privada en el mismo, y en el cual también se ha dado un mayor desarrollo legal de todas las figuras referidas al Derecho corporativo, debido a la gran cantidad de casos que conocen constantemente las cortes estatales. En conclusión, el norteamericano es un sistema legal donde la legislación federal y la estatal van de la mano, y al momento de *atender* un asunto siempre han de someterse a las reglas de ambas.

Habiendo dejado en claro el panorama regulatorio, regresaré al problema de las *tender offers*. En esta ocasión era necesaria una regulación a nivel federal, pues las *tender offers* eran una práctica que se había hecho presente a lo largo de todo el país y era necesario sentar los parámetros según los cuales cada estado debería *atender* a los casos que se les presentara. De esa forma se hizo necesario un pronunciamiento por parte de la misma SEC.

En el año 1965, el senador Harrison A. Williams presentó un primer proyecto de ley para regular las tomas de control hostil, titulado “*Protection Against Corporate Raiders*”. Este primer proyecto se caracterizó por pretender ser, como su nombre lo indica, una protección absoluta contra los *raiders* corporativos. Sin embargo, las medidas propuestas en un primer momento por el senador Williams para alcanzar ese objetivo fueron consideradas excesivamente restrictivas y perjudiciales para el mercado de control. Por ejemplo, en ese proyecto de ley se proponía que todas las *tender offers* debían ser notificadas con un periodo de anticipación de veinte días mínimo, lo cual levantó las protestas de los participantes del mercado. Debido a esto la SEC rechazó el proyecto inicial, y recomendó un enfoque algo más permisivo en cuanto a los límites de

⁴⁰<http://delcode.delaware.gov/title8/c005/index.shtml>.

actuación de los ofertantes, sobre todo en el punto de la notificación.⁴¹

Debido a esto es que, ya en el año 1967⁴², el senador Williams presentó un proyecto de ley revisado, que se inclinó más por la neutralidad en las tomas de control hostil: no buscaba otorgar la ventaja ni al ofertante ni a los accionistas. Es decir, eran regulaciones pensadas para que la negociación de la transferencia de control se hiciera de forma equilibrada en un ambiente controlado, en el cual ambas partes tendrían amplia libertad de actuación, pero bajo unos estándares que aseguraran una posición de igualdad para ambos. Es decir, que si eventualmente los accionistas se decidían a aceptar la oferta del *raider* corporativo, esta decisión naciera de la libre voluntad y buen entender de los mismos, no de una presión externa o de causales que pudieran viciar la decisión.

Este nuevo proyecto, que sí recibió la aprobación de la SEC, fue promulgado el 29 de julio de 1968 con el nombre de “*Williams Act*”. En su redacción se dejaba entrever que la regulación ahí contenida obedecía a las necesidades del momento, y que estaba orientada a poner bajo control la situación presente. Esta ley constaba de diversas regulaciones de carácter procedimental, teniendo como premisa promover la divulgación de información relevante sobre la oferta de cambio de control y sus implicancias, en beneficio de los accionistas, para que así estos pudieran decidir de una forma consciente acerca del futuro de la sociedad.

⁴¹GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. La OPA obligatoria. Madrid, Civitas. 1996. P. 93-96.

⁴² ARMOUR, John, JACOBS, Jack B. y MILHAUPT, Curtis J. “A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets)”, Agosto, 2010). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 377*. En: <http://ssrn.com/abstract=1657953>. P..22

De todas las normativas promulgadas en ese momento, cabe resaltar aquellas contenidas en la sección 14d⁴³ del texto, pues fueron las que tuvieron mayor impacto. Entre ellas se encontraba estipulada la condición de que, en caso de que una persona lanzara una *tender offer* por el 5% o más del total de las acciones, debería poner en conocimiento de la autoridad competente y de los demás accionistas determinada información – como por ejemplo, la procedencia del dinero, el propósito de la adquisición, entre otros – después de lo cual los accionistas deberían de contestar a la oferta en un plazo prudente de tiempo⁴⁴⁴⁵.

Ahora bien, así como se pusieron en regla muchos de los aspectos más importantes de las tomas de control hostil, hubo algunos que fueron omitidos intencionalmente, pues la idea del legislador era ser lo menos restrictivo posible con el sistema de toma de control hostil a fin de seguir incentivando la actividad en el mercado del control, ya que esto repercute de forma positiva en la inversión privada. Así por ejemplo, en la *Williams Act* no se define qué es una *tender offer*. Esta falta de definición ocasionó la desprotección de algunas gestiones correspondientes al mercado de control, como la compra en bolsa o la cesión de acciones, en las cuales el control de la ley no era aplicable, y por ende el *raider* no se veía en la obligación de divulgar la información relevante⁴⁶.

⁴³BROWN, Robert y CASEY, Lisa. *Corporate Governance: Cases and Materials*, pg. 429-430. Editorial Matthew Bender, 2011.

⁴⁴COLOMBO, Ronald J. “Effectuating Disclosure Under the Williams Act”, Julio, 2010. *Catholic University Law Review*, Vol. 60, No. 2; Hofstra Univ. Legal Studies Research Paper No. 10-27. En: <http://ssrn.com/abstract=1639466>.

⁴⁵SAUTTER, Christina M. “*Tender offers* and Disclosure: The History and Future of the Williams Act”, Diciembre, 2015. *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, Steven Davidoff Solomon and Claire Hill, eds., Edward Elgar Publishing, Forthcoming. En: <http://ssrn.com/abstract=2697755>.

⁴⁶GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Madrid, Civitas. 1996. P. 97-98.

Cabe resaltar que la legislación contenida en la *Williams Act* cubría sólo un extremo de los dos presentes en una *hostile takeover*: el del *raider*, detallando los requisitos que debe reunir y las conductas que precisa para seguir adelante con su intento de adquisición. Se deja de lado totalmente todo lo concerniente a la *hostile takeover* del lado de la sociedad objetivo, como por ejemplo, quién debe decidir al final de todo si es que se sigue adelante con la *tender offers*: el directorio o los accionistas. Esto dejó el asunto en manos de la regulación estatal, siendo Delaware la que más desarrollaría este tema. Eventualmente la gran mayoría de los estados norteamericanos terminaron inclinándose por la postura inicial: oferta pública no obligatoria, la posibilidad abierta de adoptar medidas defensivas y los directores como los defensores de las empresas que dirigen.

Esto se vio aún más reforzado con el pronunciamiento judicial resultado de *Unocal Corp. V Mesa Petroleum C*⁴⁷. En este caso nuevamente se volvió a cuestionar la actuación del directorio de *Unocal*, el cual había frustrado el intento de toma de control hostil por parte de Mesa haciendo uso de una oferta de autocompra de acciones discriminatoria. En esa ocasión la Corte Suprema de Delaware falló a favor del directorio defensor, estableciendo que siempre que existiera duda acerca de la legitimidad de la actuación de los directores en un proceso de toma de control hostil debería verificarse que la oferta que se pretendía combatir constituyera verdadera amenaza para los accionistas y que los medios empleados por los directores para defender a su compañía no fueran desproporcionados, de forma que no llegaran a afectar negativamente el patrimonio de los accionistas.

⁴⁷BAINBRIDGE, Stephen M. "Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31, No. 3, pp. 769-862, 2006. En: <http://ssrn.com/abstract=946016>.

Este enfoque sería desarrollado con mayor profundidad aún en el caso *Unitrin*⁴⁸, en el cual la Corte Suprema de Delaware añadió, además de los requisitos ya existentes desde *Unocal*, la necesidad de analizar si es que la medida adoptada por los directores era coercitiva en cierta forma para sus accionistas, limitando sus opciones de forma arbitraria.

2.2.3 Conclusión Preliminar

Considero necesario resaltar el carácter *ex post* del control norteamericano. Los directores tienen plena libertad para actuar y defender a la empresa como crean necesario, y si es que se busca impugnar su conducta se deberá presentar el caso ante la corte y demostrar que los directores violaron los límites mencionados anteriormente. Es de esta última anotación de donde quiero extraer la conclusión acerca del desarrollo norteamericano en lo que respecta a las medidas defensivas frente a tomas de control hostil. Se tiene presente el riesgo de que los costos de agencia puedan materializarse en un perjuicio para los accionistas de la corporación, pero aun así no se restringe su actuación para evitar impactar negativamente el mercado, tomando como premisa una intervención judicial posterior que garantiza que el accionista no saldrá perjudicado. De esa forma se mantiene activo el mercado y se incentiva a una mayor especialización por parte de los directores, lo cual también constituye un impacto positivo para el ordenamiento societario mismo.

La postura norteamericana es radicalmente opuesta a la británica, casi hasta podría decirse que son extremos: una se caracteriza por su control *ex ante*, otra por su control *ex post*, una es restrictiva para con los directores, la otra garantiza libertad de actuación a los mismos, entre otras tantas marcadas diferencias. Son las dos caras de una misma moneda.

⁴⁸REGAN, Paul L. "What's left of Unocal?", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 26, No. 3, pp. 947-975. En: <http://ssrn.com/abstract=333101>

2.3. EL MÉTODO JAPONÉS

2.3.1 Origen

Las tomas de control hostil no aparecieron sino hasta hace poco en tierras japonesas. Hasta el año 2005 no se habían presentado cuestionamientos acerca de las medidas defensivas y la necesidad de implementarlas en el ordenamiento local, pues el medio no lo ameritaba. La única regulación respecto al tema era la que habilitaba a los directores a que, en caso de presentarse una intento de adquisición no deseado que ellos consideraran perjudicial para los accionistas, pudieran emitir acciones en favor de un *White knight*⁴⁹, a fin de poder diluir la participación del *raider*, sin que hiciera falta la autorización de los accionistas. Si es que los accionistas consideraban que los directores habían obrado de forma *extremadamente injusta* podían presentar una demanda contra los mismos según el Código de Comercio japonés. En pocas palabras, se trataba de un ambiente totalmente ajeno a realidades como la británica y la estadounidense⁵⁰. Todo eso cambió en el año 2005 con el caso *Livedoor*. *Livedoor*, un proveedor de internet, lanzó una fuerte oferta hostil para hacerse con el control de *Nippon Broadcasting System*. Una oferta de ese calibre resultó bastante agresiva para el medio japonés, llamando inmediatamente la atención del mercado acerca de las tomas de control hostil, tema que empezó a ser bastante discutido a raíz de la situación que acababa de presentarse⁵¹.

⁴⁹Un *White knight* o caballero blanco es un tercero comprador favorecido por los directores como mejor postor para la sociedad objetivo. Sobreéstepunto Véase: MUCCIARELLI, Federico M. “White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies?”, Junio, 2006. En: <http://ssrn.com/abstract=910220>.

⁵⁰ARMOUR, John; JACOBS, Jack y MILHAUPT, Curtis. “The Evolution of Hostile Takeovers in Emerging Markets: An Analytical Framework”. *Harvard International Law Journal*, Vol. 52, Número 1, Invierno de 2011. P. 248.

⁵¹Ibíd. 249.

Al verse frente a esa disyuntiva los directores de la NBS reaccionaron de una forma que ellos consideraron proporcional. Habiéndose demostrado, mediante el modelo de píldora envenenada americana, que la mejor manera de hacer frente a una toma de control hostil es diluir de alguna forma el capital del *raider* corporativo, los directores optaron por esa vía. Se decidieron por una variante de la misma técnica, pues no pusieron en marcha un plan de emisión de compra venta interno de acciones, sino que emitieron *warrants* en favor de *Fuji*, una empresa que tenía un porcentaje considerable del accionariado de la NBS. Los *warrants* son títulos financieros que confieren la posibilidad, mas no la obligación, de adquirir acciones recién emitidas por la sociedad a un precio generalmente muy favorable. Si es que las personas que ostentaban esos *warrants* decidían hacerse con las acciones a las que estos les otorgan derecho, la participación accionarial del *raider* caería enormemente, incrementando proporcionalmente los costos de la adquisición. Como era de esperarse, *Livedoor* denunció las prácticas de los directores. La respuesta de la justicia japonesa sería la que decidiría el rumbo que tomaría el país de ese momento en adelante respecto a las tomas de control hostil y las medidas de protección frente a ellas⁵².

2.3.2 Planteamiento

La Corte Suprema de Tokyo procedió a revisar el caso de la defensa de la NBS, a fin de definir si es que la emisión de los *warrants* por parte de los directores de la compañía había violado las buenas prácticas del comercio. En primer lugar la Corte Suprema concluyó que medidas como esa podían ser mal usadas por el directorio a fin de retener el control de la empresa, idea que ya habían desarrollado sus pares británico y norteamericano respectivamente, pero que de darse el supuesto en el que la compañía se viera asediada

⁵² ARMOUR, John, JACOBS, Jack B. y MILHAUPT, Curtis J. “A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets)”, (August 12, 2010). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 377*. En: <http://ssrn.com/abstract=1657953>. P.37-38.

por un *raider* con motivos abusivos, el uso de estas medidas de protección podría avalarse en atención al caso particular.

Así, la Corte fijó cuatro “motivos abusivos”, en los cuales se habilitaba al directorio a intervenir mediante el uso de medidas defensivas: el chantaje corporativo o *corporate greenmail*, que se tuviera como objeto privar a la sociedad objetivo de sus principales activos; que el adquirente pretendiera usar los activos de la sociedad para pagar deudas propias y, finalmente, que se buscara vender activos ajenos al objeto social de la empresa a fin de pagar altos dividendos. En este caso, la Corte determinó que no se cumplían ninguno de los cuatro supuestos, y que por ende, el directorio de la NBS estaba tratando de retener el control de forma ilegítima y que debían desistirse de impedir la adquisición. Esto llevó a la solución del problema de una forma algo más amistosa entre ambas partes, pues eventualmente se llevó a cabo una negociación a fin de poder fijar términos más convenientes para las partes⁵³. Después de este suceso se generó una ola de intranquilidad en toda la comunidad empresarial japonesa: acababan de ver la primera gran toma de control hostil en su medio, y estaban bastante intranquilos por la seguridad de sus propias compañías. Todo esto motivó una mayor investigación por parte del Ministerio de Economía Japonés, el cual analizó el desarrollo de la doctrina norteamericana y británica respecto a este tema a fin de poder determinar qué postura sería la más conveniente para ellos.

El resultado de dicho estudio fue que se volvió necesaria la implementación de medidas de protección ejecutables por los directores de las sociedades a fin de garantizar una defensa efectiva frente a ofertas hostiles, pero que fueran supervisadas por los mismos accionistas, manteniendo el *proxy contest* estadounidense y condicionado la efectividad de las medidas al consentimiento de los accionistas. Finalmente, en el año 2007, después de lo ocurrido en el caso *Livedoor* y con las disposiciones no vinculantes del Ministerio de Economía, surgió un caso que dejaría la situación de Japón en un

⁵³Ibíd. 39-41.

punto controversial. Se trata del caso de *Bulldog Sauce v Steel Partner*. En esta ocasión los directores de Bulldog Sauce, para evitar la toma de control, realizaron una locación discriminadora de warrants, los cuales fueron entregados a todos los accionistas, pero impidiendo que los *raiders* de la Steel Company adquirieran las acciones correspondientes, otorgándoles un pago mínimo en compensación. Esta medida recibió el apoyo del 80% de los accionistas de Bulldog Sauce⁵⁴. Nuevamente, el caso fue llevado ante la Corte la Suprema, la cual concluyó que, al haber recibido el apoyo de una amplia mayoría de los accionistas, la medida era válida. El problema con esta resolución viene a ser que, puestos a decidir acerca de la protección la sociedad, el consentimiento de los accionistas puede validar cualquier decisión, lo cual puede conducir a la adopción de medidas que conlleven a un atrincheramiento de los accionistas. Esto ocasionaría la vuelta al sistema de concentración de propiedad y acabaría con el mercado de control en Japón.⁵⁵

2.3.3 Conclusión preliminar

El motivo por el cual está Japón presente en esta investigación es, claro está, el brillante y distinto manejo que ha tenido de la situación respecto de la pugna por el control societario desde su aparición hasta ahora. Para empezar, se apartó de las dos buenas prácticas ya existentes, la británica y la norteamericana, para crear la suya propia, con características de ambas. Recoge el carácter no vinculante de la legislación acerca del mercado de control corporativo y el peso de la voz y el voto de los accionistas del sistema británico, al tiempo que decide insertar las medidas defensivas norteamericanas. Combinó lo que creyó pertinente de ambos sistemas y lo moldeó un esquema nuevo.

⁵⁴ OSAKI, Sadakazu. "The Bull-Dog Sauce Takeover Defense", *Nomura Capital Market Review* Vol. 10, No. 3. En: <http://ssrn.com/abstract=1031031>. P. 3-5.

⁵⁵ *Ibíd.* P. 7-13.

Otro factor importante, y que también amerita la mención de Japón en este apartado, es su carácter de país emergente al momento del caso *Livedoor*. Hasta ese entonces no habían tenido una regulación para fijar límites y parámetros frente a tomas de control hostil, porque en realidad no lo consideraban necesario. Pero llegado el momento optaron por seguir la vía norteamericana, introduciendo en su sistema a las píldoras envenenadas y compañía. A pesar de nunca haber lidiado con ellas, concluyeron que era necesaria su aplicación, y para balancear la situación les otorgaron la última palabra a los accionistas a fin de validar las medidas adoptadas. Nuevamente tenemos a un sistema que hace contrapeso entre el poder de los directores y el de los accionistas, buscando el balance, no precluyendo toda actuación por parte del directorio, como eligieron los británicos.

CAPÍTULO TERCERO

LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA)

Luego de haber realizado un breve recorrido histórico en el cual se describió el origen de las primeras medidas defensivas, pasaremos a analizar el mecanismo adoptado en el contexto peruano para hacer frente a las tomas de control hostil.

Si bien a lo largo de la presente investigación hemos ido introduciendo algunos elementos de la OPA, el presente capítulo tiene por objeto realizar un análisis profundo de la misma, para, finalmente, determinar si su utilización resulta idónea para los fines que busca.

3.1. DEFINICIÓN

Resulta imposible hablar de un concepto unánime de la OPA. En efecto, las características, elementos y formas que la constituyen pueden variar dependiendo del ordenamiento del que se trate. Siendo así, presentaremos algunos de los principales conceptos, esbozados por autores pertenecientes a distintas corrientes, con la finalidad de reconocer aquellos elementos esenciales de la OPA, que nos servirán de base para presentar nuestra propia definición.

Iniciaremos presentando definiciones proyectadas en base al contexto español. Así, de acuerdo con Ana María Sala, la OPA vendría a ser “*aquella oferta realizada públicamente por una persona natural o jurídica, dirigida a los accionistas de una sociedad, para adquirir sus acciones a un precio determinado y en una cantidad determinada que le permita ejercer, en su caso, el control de esa sociedad*”.⁵⁶

Por su parte, el maestro Sánchez Calero señala con respecto a las OPAs que estas “*se nos presentan como ofertas dirigidas a los accionistas o si se quiere titulares de valores con derecho a voto de una sociedad con la finalidad de la adquisición de su control*”.⁵⁷

Por otro lado, por citar una definición elaborada de acuerdo al contexto norteamericano, tenemos la elaborada por James Brown, quien describe a la OPA como aquella práctica en la cual “*el adquirente puede comprar una mayoría de las acciones emitidas, gradualmente o a través de una oferta simultánea formulada a todos los accionistas*”.⁵⁸

Finalmente, tenemos aquella elaborada por los juristas británicos Brown, Renolds II y DAVIS, quienes la conciben como “*una oferta general, difundida por uno o un grupo de individuos para comprar acciones de una empresa pública, cuyas acciones se*

⁵⁶ SALA I ANDRES, Anna María. *Las OPAs obligatorias ordinarias*. Zaragoza: Bosch Editor. 2000. p. 43.

⁵⁷ SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*. Madrid: Thomson Civitas. 2009. p. 31.

⁵⁸ Traducción libre: “The acquirer may purchase a majority of the outstanding shares, either gradually (a creeping *tender offer*) or through an offer to all shareholders simultaneously (a *tender offer*)”. J. Robert Brown Jr. *Corporate Governance: cases and Materials*. San Francisco: Lexis Nexis. 2011. p. 425.

negocian en una bolsa de valores nacional, y a un precio muy por encima del precio actual de mercado”⁵⁹

Ahora bien, luego de apreciar las distintas definiciones, resulta sencillo identificar los puntos en los que todas coinciden: En primer lugar, la OPA es una *oferta de compra realizada públicamente*, lo cual significa que los términos en los que se formule son de conocimiento general. Esto guarda relación con el principio de transparencia, característico de las entidades reguladoras de mercados de valores. En segundo lugar *tiene por objeto la adquisición de acciones con derecho a voto dentro de la sociedad en la cual fueron emitidas*, generando la posibilidad de ocasionar un cambio en el control de la sociedad. Para cerrar este apartado, definiremos a la OPA como aquella oferta formulada públicamente a todos los accionistas de una sociedad, con el objeto de adquirir un porcentaje determinado de acciones de una sociedad objetivo. En el siguiente apartado se explicará cuál es la finalidad de la OPA.

3.2. LA RATIO LEGIS: EL PRINCIPIO DE TRATO IGUALITARIO

Antes de seguir adentrándonos en el tema, es de gran relevancia identificar cuál es la finalidad jurídica de la OPA obligatoria, cuál es la justificación con arreglo a derecho que la mantiene en vigencia.

En el ámbito de las tomas de control este principio se manifiesta en la forma de la OPA obligatoria. Los estándares de la OPA responden a unas convicciones de justicia, que si bien son muy poco claras en la forma en que se han adaptado, han guiado la regulación respecto al tema por años. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que los ordenamientos jurídicos que no presentan OPA

⁵⁹BROWN, Meredith M., John REYNOLDS III y Kevin DAVIS. Regulation of Acquisitions. En: FARMERY, Peter y Keith WALMSLEY (editores). United States Securities and Investments Regulation Handbook. Chapter 6. Londres: Graham & Trotman, 1992, p. 237.

obligatoria, como el estadounidense, por ejemplo, sí reconocen que existe un principio de igualdad de trato en el mercado de control, pero que éste debe de aplicarse sólo a algunos ámbitos del mismo, pues existen ámbitos del mismo que deberían quedar fuera de dicho principio a su parecer.

Si bien es cierto es muy posible que en un primer momento los costos de agencia hayan sido la razón, como hemos podido apreciar en el desarrollo histórico, éstos no forman parte de la base jurídica de la misma. Lo que sustenta la razón de ser de la OPA obligatoria viene a ser un principio que, si bien no se encuentra recogido en forma expresa en gran parte de los ordenamientos que lo reconocen, se manifiesta en la legislación de los mismos. Ese principio viene a ser el principio de trato igualitario de los accionistas, el cual, como su nombre lo indica, postula que todos los accionistas pertenecientes a una misma clase deben ser tratados de la misma forma, en igualdad de condiciones y oportunidades. El Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios lo define de la siguiente forma en su principio general n° 3: *“Debe asegurarse a todo tenedor de valores mobiliarios de la misma naturaleza, emitidos por la misma sociedad, una igualdad de trato, en particular, en todo acto que implique, directa o indirectamente, la transferencia de una participación que permita un control, de hecho o de derecho, de una sociedad cuyos valores mobiliarios se negocien en el mercado, se tendrá en cuenta el derecho de todos los accionistas a ser tratados del mismo modo”*

Sappideen, en la misma línea, entiende que para poder hablar de trato igualitario se requiere que: *“los accionistas reciban la misma suma por cada acción vendida; que los siguientes aceptantes reciban las mismas condiciones; y que cualquier incremento posterior en el precio ofrecido por las acciones debe ser ofrecido a los accionistas que vendieron previamente también”*⁶⁰.

⁶⁰SAPPIDEEN, Razeen. “Takeover Bids and Target Shareholder Protection: The Regulatory Framework in the United Kingdom, United States and Australia”,

El principio de trato igualitario busca garantizar que no habrá discriminación entre los accionistas de una misma clase de una sociedad. Especifica que la igualdad se predica respecto de las clases porque el mismo hecho de que existan distintas clases de acciones dentro de una sociedad implica que habrán accionistas con derechos distintos en atención a la clase de acción que ostenten; pedir un trato igualitario entre ellos sería ir contra la estabilidad del sistema accionario. De esa forma, el trato igualitario en el ámbito de las tomas de control hostil se manifiesta no sólo en asegurar que todos los accionistas tengan acceso a cualquier oferta que pueda presentarse por el control de la sociedad, sino por el mismo precio también, sin importar el porcentaje del accionariado que ostenten.

Es interesante este planteamiento debido a la interpretación que se le da a una máxima del Derecho como lo es el derecho a la igualdad, trasladándolo al ámbito societario. Las dimensiones de la igualdad en este acaso no se formulan en función del capital invertido por el accionista, sino en la calidad de accionista misma.

El ordenamiento peruano también recoge el principio de trato igualitario en el artículo 2 del Reglamento de OPA (Resolución CONASEV N° 0009-2006):

“Artículo 2.- PROPÓSITO DE LA OPA

La OPA tiene como propósito garantizar que, cuando se produzca una adquisición o incremento de participación significativa, todos los accionistas puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer.”

Éste artículo presenta una característica muy particular: como es evidente, sólo reconoce el derecho de la totalidad de los accionistas de participar en las ofertas que se presenten por el control de la sociedad, dejando de lado la igualdad de precio. De esa

Agosto, 2009. *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, Vol. 8, pp. 281-317, 1986. En: <http://ssrn.com/abstract=1457535>

forma el precio por el cual se termine formulando la OPA obligatoria sería variable, obedeciendo a otros estándares ajenos a la oferta realizada por el oferente por el bloque de control. Con ese principio en mente es mucho más práctico comprender los alcances de la OPA obligatoria, y sobre todo, su razón de ser.

3.3. MODALIDADES

Continuando con el análisis de la OPA, en el presente apartado se presentan las distintas modalidades de esta figura

3.3.1 Por su obligatoriedad

a.1. *OPAs obligatorias*: aquellas que debe formular el oferente, aun si no mediase su voluntad, por mandato de ley⁶¹. Actualmente, el supuesto de hecho que genera la obligación de formular una OPA está vinculado preferentemente a un cambio y/o al reforzamiento de control en la sociedad objetivo⁶². Las OPAs obligatorias suponen una limitación a la autonomía de la voluntad para realizar ciertos actos, ya que imponen un mecanismo especial de contratación. Esto es, una persona es libre de decidir si quiere adquirir una sociedad o no, pero si libremente decide hacerlo sólo podrá conseguirlo por medio de una OPA⁶³.

a.2. *Opas Voluntarias*: Por el contrario, una OPA será voluntaria cuando su formulación no provenga de una exigencia

⁶¹ IBÁÑEZ JIMENEZ, Javier. La contratación en el Mercado de Valores. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales. 2001. 274.

⁶² RECALDE CASTELLS, Andrés. Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). Derecho de OPAS... Óp. cit., p. 29.

⁶³ SALA I ANDRES, Anna María. Óp. cit., p. 111

legal, sino que descansa en la decisión voluntaria de adquisición de las acciones de una sociedad⁶⁴.

3.3.2 Por su finalidad

Cuando un ordenamiento jurídico regule la OPA obligatoria, se puede hablar de distintas clases de OPA, atendiendo a la finalidad que la norma otorgue a la figura:

b.1. *OPAs obligatorias ordinarias*: también conocidas como “OPAs de control”, son aquellas que tiene por finalidad la toma o aumento de control de una sociedad cotizada⁶⁵.

b.2. *OPAs obligatorias residuales*: también conocidas como “OPAs obligatorias con finalidades específicas”, son aquellas cuya finalidad es producir un hecho distinto a una toma o aumento de control. Estaríamos frente a un “cajón de sastre” en el que caben todas las OPAs obligatorias cuya causa es distinta a la de las OPAs de control⁶⁶. Así tenemos, por ejemplo, las denominadas “OPAs de Exclusión”, en las cuales la finalidad es excluir de la negociación bursátil a las acciones de la sociedad; y las “OPAs de Reducción de Capital”⁶⁷, en las cuales la finalidad es adquirir las acciones propias para amortizarlas y con ello reducir el capital social.

⁶⁴ *Ibíd.*

⁶⁵ SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 112.

⁶⁶ *Ibíd.*

⁶⁷ TAPIA HERMIDA, Alberto J. Reducción de Capital mediante adquisición de acciones propias. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico...* *Óp. cit.*, p. 236.

3.3.3 Por su extensión

En este caso la OPA se dirige a todos los tenedores de valores de la sociedad objetivo, pero con las siguientes salvedades:

c.1. OPA parcial: En la cual el oferente establece un número máximo de valores que se compromete a adquirir mediante la OPA⁶⁸.

c.2. OPA total: Para este caso no existe un límite fijado para la adquisición de valores, dirigiéndose la oferta a la totalidad de valores con derecho a voto de la sociedad objetivo⁶⁹.

3.3.4 Por el momento de su formulación

d.1. OPA previa o a priori: cuando la OPA es realizada de manera previa a la adquisición, como mecanismo para adquirir el control de una sociedad⁷⁰. Como se puede apreciar, la formulación de una OPA previa o a priori implica la intención del oferente de adquirir el control de una sociedad mediante dicho mecanismo. En los casos de sistemas que imponen la OPA obligatoria y previa, aquella persona que “pretenda” adquirir el control de una sociedad cotizada deberá formular previamente una OPA.

⁶⁸ DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*. Madrid: Civitas. 1993. p. 35.

⁶⁹ *Ibídem*.

⁷⁰ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier; ALONSO LEDESMA, Carmen y RODRÍGUEZ, Isabel. “OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias”. En: BENEYTO, José María y Rita LARGO (directores). *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*. Barcelona: Bosch, 2009, p. 166. En: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3118123>

d.2. OPA posterior o a posteriori: por el contrario, estaremos ante una OPA posterior cuando la OPA se realiza como consecuencia de haberse producido la adquisición de control de la target. En este caso existe un “elemento objetivo” que determina la formulación de la OPA: adquisición de una participación significativa del capital social de la sociedad objetivo.

3.4. CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA PERUANO DE OPA OBLIGATORIO

En el Perú la normativa concerniente a las OPAs obligatorias se encuentra recogida en diversos cuerpos legislativos. En este segmento corresponde recogerla y resaltar sus rasgos más relevantes.

En primer lugar tenemos los artículos comprendidos entre los 68° y 74° de la Ley del Mercado de Valores, puntualmente los artículos 68° y 71°:

“Artículo 68.- Oferta Pública de Adquisición de Participación Significativa.- La 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, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad”.

“Artículo 71.- Reglamentos.- Corresponde a CONASEV dictar las normas para regular el régimen de la oferta pública de adquisición y los supuestos de excepción a la obligación de efectuar la misma, determinar los casos en los que corresponda la realización de una oferta pública de adquisición posterior, así como las consecuencias que se deriven en caso de no efectuarlas y las normas para su aplicación (...)”.

En línea con lo prescrito por el artículo 71° de la LMV, el desarrollo reglamentario de la regulación de las OPAs en el Perú se

encuentra previsto en la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10543 y en la Resolución CONASEV N° 020-2006-EF/94.10544 que modificó la primera (ambas en adelante, el Actual Reglamento de OPA), y consta de cincuenta y nueve (59) Artículos, dos (02) Disposiciones Transitorias y Finales y cinco (05) Anexos.

En el marco del sistema de OPA obligatoria previsto por el artículo 68° de la LMV, el artículo 4° del Actual Reglamento de OPA establece los supuestos de hecho que configuran la generación de la obligación de formular una OPA:

“Artículo 4.- OBLIGACIÓN DE EFECTUAR OPA: La adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre que:

a) Se trate de una transferencia a título oneroso;

b) La sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro;

c) Acarree que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichos supuestos le permita:

i) remover o designar a la mayoría de los directores, o

ii) modificar los estatutos de la sociedad y,

d) No se encuentre incluida en ninguna de los supuestos del artículo 10.”

Es necesario notar que, según lo dispuesto, la obligación de formular una OPA sólo surge si es que se trata de una transacción a título oneroso. Esto debido a que sólo en esos supuestos se podrá distribuir la prima de control correspondiente, lo cual no puede darse en las transacciones que se dan a título gratuito.”

Luego, sobre la oportunidad de la OPA, la ley detalla dos supuestos, la OPA previa y la OPA posterior:

“Artículo 6.- OPORTUNIDAD DE LA OPA: La OPA deberá llevarse a cabo:

a) En forma posterior a la adquisición o al incremento de participación significativa cuando:

(i) se haya realizado de manera indirecta,

(ii) como consecuencia de una oferta pública de venta,

(iii) a través del procedimiento señalado en el artículo 8. En estos casos, la OPA debe formularse sobre el porcentaje de valores que resulte de la aplicación de la fórmula señalada en el Anexo I. El precio y el plazo para la realización de la oferta, en estos casos, se rigen por las disposiciones del Título IV.

b) En forma previa a la adquisición o al incremento de participación significativa, en todos los demás casos. En estos casos, la OPA debe formularse sobre el número de valores que se pretende adquirir.”

Del presente artículo se puede extraer que el ordenamiento peruano recoge tanto la OPA previa como la posterior, lo cual permite más flexibilidad al momento de llevar a cabo la transacción.

El siguiente punto de este apartado, y que constituye un punto importante de esta tesis es el porcentaje acerca del cual se formula la OPA obligatoria. En el artículo 6 se especificó que la OPA posterior no se formula sobre todo el capital restante, sino sobre el capital que resulte del cálculo de una fórmula que viene incluida en el Anexo 1 de dicha ley. Ésta es la fórmula en cuestión:

“ANEXO I: DETERMINACIÓN DEL PORCENTAJE SOBRE EL CUAL DEBE REALIZARSE OPA POSTERIOR

$$\left[\frac{X}{Y} \right] \times [1 - Z]$$

Donde:

X = Porcentaje de participación adquirida en los últimos 3 años.

Y = Porcentaje de participación de terceros antes de la adquisición o conjunto de adquisiciones que da lugar a la obligación de realizar la OPA.

Z = Porcentaje de participación, luego de la adquisición o conjunto de adquisiciones que da lugar a la obligación de realizar la OPA.”

Esto quiere decir una cosa: el sistema de OPA obligatoria peruano no recoge un sistema de OPA obligatoria total, como lo hacen el ordenamiento británico y otros afines al sistema de OPA obligatoria. El Perú aplica un sistema de OPA parcial, lo cual implica que la OPA que el adquirente se va a ver obligado a formular no se formulará sobre todo el capital restante, sino sobre lo que resulte de la aplicación de esta fórmula. Esta información jugará un papel muy relevante al momento de dilucidar la interrogante principal de esta tesis.

Y el último aspecto acerca de la reglamentación de la OPA obligatoria peruana que se destacará en este apartado es uno bastante peculiar, pues no es empleado muy comúnmente por los países que aplican este modelo. El ordenamiento británico recoge, al igual que la gran mayoría de ordenamientos europeos, el principio de igualdad de trato de los accionistas. Este principio se materializa en dos dimensiones: la participación de todos los accionistas de la prima de control, mayoritarios y minoritarios, y el goce de la misma prima para todos⁷¹. Es decir que la OPA se realiza en función del precio pagado por el adquirente, ofreciendo así un trato igualitario para todos. El ordenamiento peruano no recoge la segunda dimensión de dicho principio, sino que delega la determinación del valor de la OPA a una entidad valorizadora cuyos servicios deberán correr por cuenta del adquirente:

⁷¹ Directiva 2004/25/EC del Parlamento Europeo sobre las tomas de control hostiles. Artículo 5.

“Artículo 44 °.- PRECIO MÍNIMO A SER TOMADO EN CUENTA PARA LAS OFERTAS

En los casos a que se refieren el artículo 6 inciso a) y 36 inciso b), las ofertas correspondientes deberán realizarse por un precio no menor que el determinado por la entidad valorizadora que se designe por cuenta del obligado a realizar la OPC conforme a las disposiciones del presente título.

En estos casos, la oferta correspondiente deberá realizarse dentro del plazo de cuatro meses desde que se genera la obligación de realizar la oferta o cinco días desde la emisión del informe a que se refiere el artículo 51, lo que ocurra primero, salvo motivos de fuerza mayor o caso fortuito.”

“Artículo 50 °.- CRITERIOS MÍNIMOS A SER APLICADOS POR LAS ENTIDADES VALORIZADORAS

La entidad valorizadora deberá llevar a cabo su labor de acuerdo con las prácticas de valorización aceptadas internacionalmente y considerando, cuando menos, los siguientes criterios debidamente justificados:

- a) Valor contable de la sociedad;*
- b) Valor de liquidación de la sociedad;*
- c) Valor de la sociedad como negocio en marcha;*
- d) Precio promedio ponderado de los valores durante el semestre inmediatamente anterior a la fecha de la ocurrencia de la causal que genera la obligación de llevar a cabo la oferta; y,*
- e) Si se hubiese formulado alguna OPA dentro de los doce meses previos la fecha de la ocurrencia de la causal que genera la obligación de llevar a cabo la oferta, la contraprestación ofrecida en tal oportunidad.”*

Luego de aplicar todos los criterios antes mencionados o de sustentar la imposibilidad de su utilización, la entidad valorizadora señalará el precio a través del criterio que, a su juicio, resulte más adecuado para el caso concreto.

Como puede verse, el precio puede variar entre la cantidad ofrecida al dueño del bloque de control y los accionistas minoritarios, siendo la palabra de la valorizadora la que cuenta para éstos últimos.

Con esto concluye el apartado legal. De las normas analizadas cabe concluir que la OPA obligatoria en el ordenamiento peruano es parcial; a precio ajustable y previa o posterior según el caso.

3.5. FINALIDADES DE LA OPA EN EL PERÚ

El Reglamento de OPA actual establece en su artículo 2, como se menciona líneas arriba, que tiene como objetivo la participación de todos los accionistas de una sociedad de la prima de control que se ofrece, objetivo que no es otra cosa que una manifestación del principio de trato igualitario, si bien en una sola de sus vertientes. Es decir, la OPA tiene como objetivo constituirse en un adecuado mecanismo de salida para los accionistas minoritarios que no deseen permanecer en la sociedad. Se deja de lado la repartición de la prima de control entre los accionistas siendo que la cantidad por la cual deberá ser formulada la OPA no se corresponde y no es elaborada en función a la prima ofrecida por el adquirente del bloque de control. Así, cualquier accionista que considere que no desea continuar en la sociedad sea por el motivo que fuere está en la posibilidad de dejarla sin ver perjudicada su inversión.

Sin embargo, paralelo a este, existen otras dos finalidades que, si bien no han sido recogidos expresamente como el anterior, son inherentes a la OPA misma, y que deben ser tenidos en cuenta.

En primer lugar, está la fiscalización de la actividad de los órganos de gestión. No debe olvidarse que, al comienzo de esta tesis se mencionó que el mercado de control y las transacciones que en él se promueven tienen un elemento fiscalizador sobre la actuación de los órganos de gestión de la sociedad, castigando a los gestores ineficientes con la remoción de sus cargos mediante la formulación de una oferta hostil. De esa forma se reducen en gran medida los costos de agencia. Teniendo esto en cuenta, la OPA obligatoria, como mecanismo regulador del mercado de control societario debe contribuir a esa labor. El Reglamento de OPA peruano no deja de lado este principio, al recoger en su artículo 56°:

“(...)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.”

Mediante este artículo se restringe toda actividad de los directores que pueda interrumpir o afectar de alguna manera la oferta, lo que implica la imposibilidad del directorio de emplear medidas defensivas de algún tipo. También se impide que los directores intenten buscar un mejor postor para sus accionistas. Lo que se infiere del artículo en cuestión es que el ordenamiento mercantil peruano no ha perdido de vista los costos de agencia, y elige simplemente retirarle a los directores la posibilidad de resistir una OPA.

Finalmente, está el objetivo que le viene a la OPA de forma originaria como mecanismo, ya no de protección sino de obtención de control: Debe constituir una manera eficiente para adquirir el

control por parte de aquél que la emplee. Esto no cambia con el hecho de que sea empleada como medida defensiva por el ordenamiento peruano, mas bien debe tenerse más presente que nunca, pues al pasar de ser un mecanismo opcional a uno impuesto por ley debe buscar ser lo más eficiente posible. Esto implica que los costos de la operación deben ser proporcionales al beneficio que espera obtenerse.

3.6. BREVE ANÁLISIS DE LA OPORTUNIDAD DE LA OPA EN EL PERÚ

Como se ha descrito, la normativa peruana de OPAs ha establecido un sistema de OPA obligatorio previo o posterior a la adquisición de participación significativa. Pero, ¿cuál es la razonabilidad de formular la OPA en una u otra forma?, ¿cuáles son las implicancias del ejercicio de cada una? A continuación analizamos brevemente ambos supuestos.

3.6.1 La OPA previa: Análisis y razonabilidad

La OPA previa es la opción elegida por el legislador peruano, y la variable de más uso en el Mercado de Control local. Así, quien pretenda adquirir participación significativa de una sociedad que cuenta con acciones listadas en la BVL deberá formular una OPA previa para dicho fin, teniendo la libertad de establecer la cantidad de acciones a adquirir (siempre que estén dentro de los porcentajes correspondientes establecidos en la norma) así como el valor de la contraprestación a pagar por las mismas. La finalidad de obligar a formular una OPA previa está vinculada a dos motivos muy puntuales: (i) impedir actuaciones como las adquisiciones en el mercado abierto (compras “al goteo” o ramassage, negociación directa o cesión de control) las cuáles se consideraban mecanismos que afectaban a los accionistas minoritarios de la sociedad objetivo, pues hacían que sólo el grupo vendedor se beneficiara de la prima de

control⁷²; y, (ii) permitir la adquisición de participación significativa en aquellos casos en que el accionariado de la target se encuentre disperso o difundido en el mercado⁷³.

El problema, sin embargo, viene al momento de analizar la redacción de la ley en la cual el legislador sienta esta obligación, pues emplea algunos términos vagos que no terminan de definirse. Así, el término “quien pretenda adquirir” del artículo 68° de la LMV alude a la voluntad o intención del adquirente, hecho subjetivo difícilmente verificable por parte del Regulador.

Otro problema o inconveniente que ha sido destacado por los críticos de la regulación de la OPA previa en el Perú consiste en que su aplicación sólo es pertinente en casos en que el accionariado de la sociedad objetivo se encuentre disperso, las sociedades peruanas se caracterizan principalmente porque el grupo de control es fácilmente identificable, pues la estructura de propiedad de la mayoría de estas sociedades es de accionariado concentrado. Es decir, su regulación como mecanismo obligatorio no tendría sustento fáctico y, en tal sentido, razón de ser. Sin embargo, estos inconvenientes han sido, de cierta forma, salvados por la propia regulación en la medida que el inciso b) del artículo 6 del Actual Reglamento de OPA, atendiendo a

⁷² Cfr. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. El Mercado de Valores en el Perú. Segunda edición. Lima: Editorial Cuzco. 2002. pp. 363-366.

⁷³ 8 De acuerdo a la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA, “[e]n los mercados en los cuales las tenencias accionarias de las sociedades abiertas se encuentran atomizadas, es decir en muchas manos y en cantidades pequeñas, la OPA [previa] resulta un mecanismo idóneo para adquirir participación significativa, circunstancia distinta en mercados cuyo accionariado se encuentra concentrado (...) (...) Asimismo, el literal b) del mismo artículo [6°] establece la OPA previa para los demás supuestos, es decir, para aquellos casos en los que el accionariado de la sociedad objetivo se encuentra disperso y por tanto resulta más conveniente al adquirente recurrir a este mecanismo que al esquema de una OPA posterior, se asume [sic] que en estos casos, al encontrarse el accionariado atomizado, resulta difícil identificar a los controladores de dicha sociedad por lo que se opta por el mecanismo de la OPA previa (...)”.

la realidad de la estructura accionaria de las sociedades peruanas, le ha otorgado un carácter residual a la OPA previa. La razonabilidad de esta medida la plasmó la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA, al señalar que en los mercados en los cuales las tenencias accionarias de las sociedades abiertas se encuentran atomizadas, es decir en muchas manos y en cantidades pequeñas, la OPA resulta un mecanismo idóneo para adquirir participación significativa, circunstancia distinta en mercados cuyo accionariado se encuentra concentrado. De esta manera, el legislador peruano tomó nota de la inconsistencia fáctica que tuvo la regulación de la OPA previa como único mecanismo obligatorio de toma de control en el Perú y reguló la OPA posterior.

Por otra parte, en relación al nivel de protección que la OPA previa brinda a los accionistas minoritarios, tal como está regulada en el Perú, es decir, como una OPA previa y parcial (salvo que ésta se lance por el 100% de las acciones de la target), consideramos que es “imperfecto” Debe tenerse en consideración que el Principio de Igualdad de Trato previsto en la regulación peruana sólo contiene uno de los dos elementos del Principio de Igualdad de Trato del modelo británico: el trato igualitario en la distribución de la prima de control, por lo que presenta un nivel de protección menor a este último. Dicho esto, basta señalar que la OPA previa y parcial configurada por la regulación peruana protege en forma deficiente a los accionistas minoritarios, bien jurídico tutelado de este sistema, en la medida que la prima de control puede ser discriminada a favor de algunos accionistas, sin que se haya establecido un “precio equitativo” que evite dicho perjuicio. Así, por ejemplo, el adquirente puede adquirir acciones en forma sucesiva o “al goteo”, y posteriormente decidir formular la OPA previa para adquirir el control, pagando por las primeras acciones un precio mayor al que termina pagando en la OPA previa.

3.6.2. La OPA posterior: Análisis y razonabilidad

El Reglamento actual de OPAs cambió radicalmente las cosas en comparación a sus predecesores. Antes de su emisión, para poder

hacerse con el control de un porcentaje significativo de participación dentro de una sociedad era necesario formular una OPA para ese fin específico. El incumplimiento de esta norma podía conllevar la nulidad de la transacción misma, así como una multa impuesta por la entidad reguladora.

Ahora la cosa funciona de forma totalmente diferente. Un potencial adquirente puede hacerse con el control por los medios que considere más adecuados para su situación, como transacciones directas o adquisiciones en bolsa, viéndose obligado a realizar la OPA únicamente en el momento en el que logre consolidar el control, a fin de que los demás accionistas también se vean beneficiados por la prima. La razón de todo esto viene a ser, como ya se ha mencionado anteriormente, que el Mercado de Control peruano se caracteriza por la concentración de la propiedad dentro de las sociedades en grandes bloques de control.

Esto último facilita las transacciones entre el dueño del bloque de control y el potencial adquirente, reduciendo grandemente los costos pero discriminando a los demás accionistas. Así lo señala la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA al señalar que: [En mercados cuyo accionariado se encuentre concentrado], la adquisición de participación significativa puede ser el resultado de una negociación entre el adquirente y los tenedores previos de tal participación, como resultado de una estrategia de adquisición o sin planteamiento previo. (...) ⁷⁴. De esa forma, la OPA posterior ha quedado delimitada a aquellos casos en los que la adquisición del bloque de control se consume de forma previa, mientras que la OPA previa podrá seguir empleándose en casos de accionariado disperso. Así, es el propio legislador el que ha terminado por establecer un límite entre ambas

En conclusión, en el ordenamiento societario peruano la OPA posterior y la OPA previa se diferencian de forma bastante clara en

⁷⁴ Punto 4, “OPA posterior (Artículos 6° y 8°)”

aspectos muy específicos: la primera se producirá en casos de accionariado concentrado, en tanto la segunda se dará en casos de accionariado difundido. En la medida que las sociedades peruanas presentan en su mayoría accionariado concentrado y el grupo de control es claramente identificable, puede entenderse por qué, desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA, la mayoría de las OPAs desarrolladas en el Perú son OPAs posteriores. En esa misma línea, es fácil concluir que la OPA posterior puede generar grandes beneficios para un mercado como el peruano, agilizando la toma de control y, por lo tanto, generando un mercado más eficiente de tomas de control corporativo⁷⁵

⁷⁵ CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. ¿Innovando el sistema de tomas de control en el mercado de capitales peruano? A propósito del nuevo Reglamento de OPA en el Perú. En: *Ius et veritas* 32. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2006. p. 186-187

CAPÍTULO CUARTO

LAS MEDIDAS DE PROTECCIÓN FRENTE A LAS TOMAS DE CONTROL HOSTIL

Siendo el propósito de esta tesis determinar si es que el sistema de OPA obligatoria es idóneo como mecanismo de defensa frente a posibles tomas de control hostil, es necesario analizar las medidas de protección por una razón muy específica: son la protección empleada por los sistemas de OPA libre, el contrapuesto a la obligatoria. De esta forma, si es que se busca arribar a una conclusión lo más completa y certera posible es necesario tener un panorama amplio acerca de las diversas medidas de control empleables en el mundo del mercado de control societario.

El catálogo de medidas defensivas es bastante amplio, pues depende de la creatividad de los directores de cada una de las compañías. Todas ellas comparten el mismo objetivo: hacer frente a una toma de control indeseada de la manera más efectiva posible y afín a los intereses de la sociedad. Asimismo, presentan diversos enfoques desde los cuales se puede atacar una toma de control hostil: los activos de la sociedad, el capital social o la composición del directorio.

Es posible distinguir entre medidas defensivas principales y complementarias. La diferencia entre ambas viene a ser la capacidad de repeler una oferta hostil efectivamente. Mientras que las medidas defensivas principales constituyen bloqueos efectivos en sí mismas, pudiendo frustrar con su sola adopción cualquier intento de toma de control hostil, las medidas complementarias no pueden, por ellas mismas, impedir una toma de control hostil, sino que están más orientadas a obtener una ventaja de negociación en favor de la compañía objetivo y sus accionistas, y tienden a ser usadas en conjunto con las principales debido a ello.

4.1. MEDIDAS PRINCIPALES

Las medidas consideradas como principales, como ya se mencionó antes, vienen a ser aquellas cuya activación puede significar la terminación de una oferta hostil por el control de la sociedad. Del amplio catálogo de medidas defensivas, dos destacan por su efectividad al momento de repeler tomas de control hostil y asegurar la defensa de la compañía que las ejecuta: la píldora envenenada y el *lockup*.

4.1.1 El plan de derechos de adquisición de acciones (Píldoras envenenadas)

4.1.1.1 Definición

El plan de derechos de adquisición de acciones, más popularmente conocido dentro del mundo corporativo como *píldoras envenenadas*, es una de las medidas defensivas más efectivas hasta la fecha. Su objetivo principal es incrementar los costos de la adquisición de forma tal que resulte excesivamente oneroso para el *raider* intentar seguir adelante con la oferta.

Su funcionamiento es bastante sencillo, se activa al momento en que un accionista logre reunir un porcentaje determinado del

accionariado, normalmente entre el 20% y el 30% de las acciones con derecho a voto de la compañía. Al activarse, el plan pone a disposición de los accionistas, excluyendo al *raider*, la posibilidad de adquirir acciones recién emitidas a un costo considerablemente más reducido, ya sea en la misma sociedad, o en la sociedad que resulte de la oferta lanzada por el *raider*. Al hacer uso de esta opción, los accionistas diluyen la participación del *raider*, mermándola considerablemente, y con ella, las posibilidades del mismo de poder consumir un negocio mínimamente lucrativo.⁷⁶

Todo este proceso se lleva a cabo sin la intervención de los accionistas, no intervienen ni para la colocación ni para la activación del plan⁷⁷. Todo el proceso es llevado a cabo por el directorio, por volición suya, basado en la firme convicción de éste de que es lo mejor para la compañía⁷⁸. Asimismo, el plan sólo puede ser retirado por el directorio, a un costo nominal que por lo general es muy bajo o nulo.

La puesta en posición de un plan implica dos cosas: en primer lugar, que cualquier *raider* que presente algún interés en hacerse con el control de la compañía, le guste o no le guste, va a tener que

⁷⁶BARRY, Jordan M. y HATFIELD, John William. “Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses”, Febrero, 2011. *160 University of Pennsylvania Law Review* 633 (2012); *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 407*; *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 98*. En at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1767683>.

⁷⁷MILHAUPT, Curtis J. y WEST, Mark D. “Law's Dominion and the Market for Legal Elites in Japan “, Junio, 2002). *Michigan Law and Economics Research Paper No. 02-006*; *Columbia Law and Economics Working Paper No. 206*. En: <http://ssrn.com/abstract=316120> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.316120>.

⁷⁸KAHAN, Marcel y ROCK, Edward B. “How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law”, 2002, *University of Chicago Law Review*, Vol. 69, Pg. 871, 2002; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 02-02; NYU, Ctr for Law and Business Research Paper No. 02-04. En: <http://ssrn.com/abstract=310019>.

negociar con el directorio. Siendo los directores los únicos que pueden dejar sin efecto el plan de adquisición de derechos, tendrá que tratar con ellos hasta llegar a una propuesta que les parezca razonable y beneficiosa para la compañía, momento en el cual ellos optarán por retirar el plan para que la adquisición siga adelante. En segundo lugar, significa que en caso de que el *raider* se encuentre con la rotunda negativa de directorio deberá, necesariamente, recurrir a una *proxy fight*, en la cual deberá presentar su caso a los accionistas y proponer la remoción del directorio, a fin de que el que lo suceda pueda dejar sin efecto el plan. Como Yablon señala, los objetivos de la píldora envenenada son dos: “*otorgar máxima protección frente a tomas de control hostiles, limitando enormemente las acciones que el raider puede tomar, sin activar la píldora envenenada; y otorgar máxima flexibilidad al directorio para removerla en caso lo consideren oportuno.*”⁷⁹

Ampliando un poco más en esto último, el plan de derechos presenta un panorama bastante alentador para la sociedad en la que es puesto en marcha. Al obligar a los *raiders* a negociar con el directorio se incentiva la posibilidad de cerrar una adquisición amistosa entre ambas partes, mientras que por otra parte descarta la posibilidad de una toma de control hostil bajo ningún medio que no sea la *proxy fight*, la cual eventualmente está en manos de los accionistas⁸⁰.

4.1.1.2 Modalidades

La píldora envenenada puede presentarse en dos modalidades distintas. Comúnmente tiende a afirmarse que existen aún más,

⁷⁹Charles M. Yablon, Poison Pills and Litigation Uncertainty, 1989 *Duke Law Journal* 54-91 (1989)

En: <http://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol38/iss1/>

⁸⁰HERON, Randall A. y LIE, Erik. “On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets”. *Journal of Business*, Forthcoming. En: <http://ssrn.com/abstract=647637>.

como por ejemplo, aquellas relacionadas con las *Golden shares* y el *preferred stock capital*, pero considero que dicha afirmación es errónea, pues la primera técnica está más vinculada con la constitución de bloqueos de voto independientemente del capital ostentado, y la segunda no es otra cosa que una variable de una de las dos modalidades que voy a explicar a continuación. En suma, puede ser que existan diversas variables de la técnica, pero todas se derivan de las dos modalidades en las que se puede presentar una píldora envenenada: *flip in* y *flip off*.

4.1.1.2.1 *Flip in*

Las píldoras envenenadas, en su modalidad *flip in*, habilitan a los accionistas de la sociedad objetivo a comprar acciones de la misma sociedad por debajo de su valor actual. En este caso, el *raidery* sus afiliados se verán excluidos de dicha posibilidad. Se activa, como se mencionó en el apartado anterior, cuando alguien logra adquirir el 20% del capital social emitido. El porcentaje necesario para la activación de esta medida es muy variable, y puede ir desde el 20% hasta el 50%.⁸¹ Al comprar acciones nuevas a un precio descontado, los accionistas diluirán severamente el valor de las acciones del potencial adquirente dentro de la compañía. Esto incrementa los costos vinculados de forma inmediata con la adquisición y constituye un efectivo disuasivo para el *raider*.

Ahora bien, según lo estipulado por la Ley General de Sociedades, harán falta que dentro de la sociedad se hallan configurado algunas disposiciones especiales para poder llevar a

⁸¹Barry, Jordan M. and Hatfield, John William, "Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses", Febrero, 2011). 160 University of Pennsylvania Law Review 633 (2012); Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 407; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper N°. 98.Pg. 642. En SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1767683>. Véase además: NEWMAN, David S. "Delaware Serves Shareholders the "Poison Pill": Moran v. Household International, Inc.", 27 B.C.L. Rev. 641 (1986). En: <http://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol27/iss3/6>.

cabo la maniobra defensiva. El directorio no tiene entre sus facultades la posibilidad de emitir acciones. Para esto, según el artículo 206°, será necesario que le sea delegada al directorio la facultad de poder llevar a cabo uno o más aumentos de capital, poniendo una suma límite para los mismos. Si es que no se sigue esa opción, existe otra vía por la cual se podría configurar una píldora envenenada dentro de una sociedad, y esa sería que la compañía tenga una cantidad considerable de acciones en cartera, pudiendo hacer funcionar la píldora envenenada alrededor de éstas.

Para ilustrar un poco mejor el funcionamiento de la modalidad *flip in* propondré un ejemplo. La Sociedad A está interesada en hacerse con el control de la Sociedad B. La Sociedad B tiene 1000 acciones emitidas, al valor de un sol cada una. Para ese fin, la Sociedad A realiza compras en bolsa y a accionistas de la sociedad hasta lograr hacerse con el 20% del total de las acciones emitidas (que vendrían a ser 200 acciones); o simplemente lanza una oferta pública por ese monto. Al haber logrado consolidar la Sociedad A, el porcentaje estipulado en el texto de la píldora envenenada, o al menos haber realizado la oferta por el mismo, ésta se activa. En ese momento el directorio pone a disposición de todos los accionistas la posibilidad de adquirir acciones a la mitad de precio, es decir a 0.50 céntimos cada una. Si cada accionista adquiere al menos una acción (para fines del ejemplo, cada accionista ostentaba sólo una acción), eso haría un total de 800 acciones nuevas, dejando el capital social final en 2800 acciones. Las 200 acciones que tenía o que pensaba adquirir el *raider* ahora sólo representan el 7% del capital social, insuficiente para hacerse con el control y causando que éste deba adquirir muchas más acciones para consolidar el 20% que pretendía inicialmente.

4.1.1.2.2 Flip over

La modalidad *flip over* es muy similar a la *flip in*, pues también consiste en otorgar a los accionistas la posibilidad de adquirir acciones bajo su precio actual. La enorme diferencia radica

en que estas acciones no pertenecen a la sociedad sobre la cual se efectúa el intento de toma de control hostil. La modalidad *flip over* otorga a los accionistas la posibilidad de comprar acciones correspondientes a la sociedad que podría resultar de la fusión entre la sociedad objetivo y la adquirente.⁸²

Esta modalidad constituye una protección que afecta un ámbito totalmente diferente al de la modalidad *flip in*, pues no ataca al porcentaje de las acciones de la sociedad objetivo ostentadas por el *raider*, sino que implicaría que éste, de cerrar el trato, podría perder el control de su propia compañía, al estar obligado a poner a disposición de los accionistas acciones recién emitidas a un precio rebajado.

Esto es posible gracias a que, como consta en la Ley General de Sociedades, la sociedad resultante de una fusión se convierte en el heredero legal de las sociedades de las que resultó. De ahí que la obligación constituida por los directores en favor de los accionistas se traslade a la nueva sociedad. El desincentivo del *raider* es una naturaleza distinta, pues la protección aplicaría de forma posterior a la consumación de la toma de control hostil. Esto mismo implica, claro, que esta medida por sí sola es incapaz de detener una toma de control hostil, pues debido a su naturaleza posterior es posible que el *raider* pueda trabajar alrededor de ésta, pudiendo por ejemplo intentar reemplazar a los directores antes de que se consume la fusión, a fin de poder dejar sin efecto esta variante de la píldora envenenada. Está pensada más bien para prevenir maniobras perjudiciales para los accionistas que tienen lugar en un momento posterior a la adquisición de la compañía, como por ejemplo los *squeeze outs*, los cuales despojan de su participación a los accionistas minoritarios. Por ese motivo es que es muy común que se adopten ambas modalidades en conjunto, pues las protecciones de ambas se complementan. Mientras que la variante *flip in* previene una potencial adquisición hostil por parte de un tercero interesado, la variante *flip over* previene que, de llegar a consumarse esa adquisición ya sea mediante un acuerdo entre ambas partes o

⁸²Ibíd. Pg. 642.

mediante una oferta hostil, los accionistas se vean despojados de su posición.

Un mecanismo tan poderoso como viene a ser la *píldora envenenada* ha sido observado con desconfianza y recelo por gran parte de la doctrina, pues consideran que el poder que confiere al directorio es excesivo y que debería ser regulado. Sin embargo, a pesar de eso existen estudios que demuestran que su uso por parte del directorio, ya sea de forma preventiva o en respuesta a una oferta hostil, tiende a generar beneficios para los accionistas, incrementando valores de negociación e impactando positivamente el valor de las acciones.⁸³

4.1.2 El lockup

4.1.2.1 Definición

Esta medida es la segunda de las principales, con una efectividad muy similar a la de las píldoras envenenadas, pero con un enfoque distinto. Nuevamente, se busca actuar en función del surgimiento de la oferta, pero en este caso la reacción no es tan directa y radical como en el caso de las píldoras envenenadas, sino que incluso puede ser negociada. En palabras de Baron, “El *lockup* es un acuerdo entre la compañía objetivo y un oferente amigable (denominado comúnmente en la práctica “caballero blanco”), en el cual el directorio de la compañía objetivo le otorga al último una ventaja acordada en la puja por la compañía.”⁸⁴

⁸³HERON, Randall A. y LIE, Erik. “On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets”. *Journal of Business*, *Forthcoming*. En: <http://ssrn.com/abstract=647637>.

⁸⁴ DOUGLAS M. Baron. “Controlling Imprudent Lock-Ups: The Necessity for Federal Legislation”, 63 Wash. U. L. Q. 91 (1985). En at: http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol63/iss1/5.

En un *lockup*, un caballero blanco compra o recibe una opción de compra de un activo principal de la compañía o un monto especificado de los fondos o acciones autorizadas en cartera⁸⁵. También es posible que se materialice como un pago sujeto a condición en favor del caballero blanco, el cual se configurará de no resultar éste último ganador en la puja por la sociedad. Los tipos de *lockup* sirven a tres propósitos en particular: En primer lugar, atraen a un caballero blanco para iniciar una fusión amigable y beneficiosa para ambos. En segundo lugar, los *lockups* permiten flexibilidad al momento de designar al adquirente del control, al tiempo que obtiene altos beneficios económicos por los principales activos de la compañía o el bloque de control. Finalmente, y más importante aún que las dos anteriores, desincentiva la intervención de terceros hostiles para hacerse con el control de la compañía convirtiendo a esta última en una adquisición poco atractiva para cualquiera que no sea el caballero blanco.⁸⁶

El *lockup* puede configurarse de manera preventiva o reactiva, dependiendo de si ha sido adoptado con anterioridad a una oferta hostil o en reacción a ésta. De acuerdo a esto, los *lockups* pueden ser clasificados en *anticipatory lockups* y *second bidder lockups*⁸⁷. Como su denominación bien da a entender, los *anticipatory lockups* son aquellos que se configuran sin que haya una oferta hostil de por medio, mientras que los *second bidder lockups* tienen lugar una vez que ya sea se ha presentado la oferta hostil y los directores buscan evitar la adquisición por parte del *raider*.

⁸⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. "Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions", *Minnesota Law Review*, Vol. 75, Pp. 239, 1990. En: <http://ssrn.com/abstract=310243>.

⁸⁶Ibidem. P. 92

⁸⁷CHE, Yon Koo y LEWIS, Tracy R. "The role of lockups in takeover contests", *RAND Journal of Economics*, Vol. 38, No. 3, 2007, pp. 648-669. En <http://www.columbia.edu/~yc2271/files/papers/RANDLockups.pdf>.

De esto último es posible deducir que los *anticipatory lockups* se manifiestan principalmente en su variable de opción, activándose sólo frente a una amenaza cierta (representada por la adquisición de una parte del bloque de control de la sociedad); mientras que los *second bidder lockups* se presentan ya en su forma de compra directa por parte del caballero blanco, debido a la aparición de un *raider*, en cuyo caso resultaría poco útil configurarlo como opción.

4.1.2.2 Tipos

Es posible distinguir entre tres tipos de *lockup* distintos, en función de la ventaja que se acuerda en favor del *raider*. Dependiendo de si se configura un pago, acciones o activos podríamos estar frente a *termination fees*, *stock lockups* y *asset lockups*.⁸⁸ Estos tipos no son exclusivos entre sí, la utilización de uno no descarta la de otro, llegando a ser utilizados conjuntamente la mayor parte del tiempo, como veremos a continuación.

4.1.2.2.1 Stock lockups

Son aquellos *lockups* que otorgan al caballero blanco un porcentaje de acciones en capital autorizado o en tesorería. Como mencionamos al momento de trabajar las píldoras envenenadas, una sociedad puede conservar un porcentaje de acciones en su autocartera, esperando ser emitidas solamente. Estos *lockups* se caracterizan no sólo por ofrecerle al caballero blanco un porcentaje

⁸⁸ COATES, IV, John C. y SUBRAMANIAN, Guhan. "A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence". *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 2, Noviembre, 2000.

de acciones de la sociedad, sino también por ofrecer las mismas a un precio considerablemente descontado⁸⁹.

Esta modalidad de lockup trabaja exactamente igual que la modalidad *flip in* de las píldoras envenenadas: en caso de la potencial adquisición del bloque de control por parte de un *raider*, se emiten más acciones a fin de diluir la participación del *raider* dentro de la sociedad. La diferencia está, obviamente, en que en la píldora envenenada las acciones son emitidas en favor de los mismos accionistas de la sociedad, mientras que en el lockup se emiten a favor de un tercero. Sin embargo esto no suele representar un daño para los accionistas, pues por lo general el caballero blanco ofrece contraprestaciones económicas a favor de la sociedad que le emite el lockup.

Con el tiempo esta modalidad ha terminado por desplazar a la variante que se cursa sobre los activos, por diversos motivos. Esto principalmente a que la sociedad objetivo prefiere emitir acciones antes que desprenderse de alguno de sus activos principales. Y es que, desprenderse de uno de sus activos principales podría representar un serio golpe para el ejercicio de las actividades sociales.

4.1.2.2 Asset Lockups

Si bien podría afirmarse que las asset lockups han caído en desuso, en comparación con los *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.*

⁸⁹AYRES, Ian. "Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions?" (1990). *Faculty Scholarship Series. Paper*, 1543. En http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/ 1543.

v. *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, que han versado sobre los *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 social⁹⁰. 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.

Esta práctica es muy similar a la denominada *crown jewels defense* o “defensa de las joyas de la corona”⁹¹. 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 activos o bloques patrimoniales son, metafóricamente, las “joyas de la corona”. En palabras de Mascareñas, el efecto de la “defensa de las joyas de la corona” 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.

4.1.2.2.3 Termination fees

Las *termination fees* (también denominadas *cancellation fees* o *break up fees*) son penalidades (*liquidated damages*) que la

⁹⁰Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, artículo 104°.

⁹¹PAINTER, Richard W. y KIRCHNER, Christian. “Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law”: *Comparison and Recommendations for Reform*. *American Journal of Comparative Law*, 2002. En: <http://ssrn.com/abstract=311740>.

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.⁹² El monto por el cual se formula la *termination fee* suele estar en función del monto del trato original, y puede configurarse en dos tiempos si es que así lo acuerdan las partes: si es que el directorio falla al recomendar al postor favorecido a la junta deberá efectuar un primer pago, y el segundo si es que al final no se llegara a consumir el pago con este postor en particular⁹³. Como se explica líneas abajo, algunos autores consideran que, en tal caso, la *termination fee* es un *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,⁹⁴ 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.

4.2 MEDIDAS COMPLEMENTARIAS

Este grupo de medidas defensivas no suele ser empleado de forma autónoma, debido a que para garantizar su estabilidad y eficacia necesitan estar acompañadas de algunas de las medidas principales. Sin embargo, son parte del esquema del mercado de control corporativo, y ello amerita realizar un acercamiento a las mismas.

⁹²MASCAREÑAS PÉREZ, Iñigo. Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Segunda edición. Madrid: McGraw- Hill, 1996, p. 196.

⁹³ KHALIL, Samer y MAGNAN, Michel and ANDRÉ, Paul. "Termination Fees in Mergers and Acquisitions: Protecting Investors or Managers?", Enero, 2005. En : <http://ssrn.com/abstract=676348>

⁹⁴Código Civil peruano de 1984, Artículo 1346°; Código civil italiano de 1942, Artículo 1382°

4.2.1 DIRECTORIOS SEGMENTADOS (STAGGERED BOARDS)

Los directorios segmentados no son otra cosa que previsiones estatutarias que afectan directamente al directorio y al funcionamiento del mismo. La protección que otorgan los directorios segmentados es radicalmente diferente a la planteada por las píldora envenenadas o los *lockups*, pues estos están dirigidos a presionar al *raider* incrementando los costos de la transacción hasta lograr que la transacción devenga en contraproducente para el mismo. Los directorios segmentados se enfocan en otro ámbito del control corporativo: el directorio.

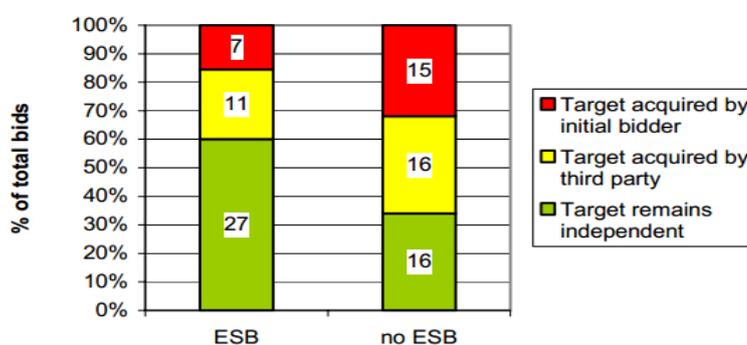
Como se ha mencionado antes, existen varias formas de obtener el control de la sociedad. Entre ellas está el control indirecto, es decir, el que se ejerce mediante los directores, el cual requiere de porcentajes accionariales considerablemente más bajos que el control accionarial neto, llegando a bastar un 30% inclusive. De ahí que es posible que un *raider* corporativo prefiera optar por hacerse con el control del directorio primero, reemplazando a los directores de la sociedad con otros más afines a sus intereses, para luego considerar una toma de control total, con las facilidades que le otorgaría esa posición ventajosa. Además, no hay que olvidar que una vez que el *raider* logra hacerse con el directorio de la sociedad, se le abre la posibilidad de dejar sin efecto medidas como la píldora envenenada.

Es por esta razón que los directorios segmentados están enfocados en trabar el cambio de los directores de la sociedad objetivo. Consisten en modificaciones estatutarias que segmentan el directorio de la sociedad en diversas clases, cada una con un periodo de vigencia distinto, el cual suele ser de uno, tres o cinco años. Las elecciones para cada una de las clases se dan al terminar el periodo de cada una, en una Junta General de Accionistas.

En palabras de Brown “Las leyes generales estatales requieren que todos los directores sean elegidos anualmente en una Junta

General de Accionistas. Sin embargo, todos estados contemplan una excepción a este requerimiento si es que el directorio está segmentado. En una compañía con un directorio segmentado, los directores son agrupados en clases (generalmente, tres), con cada clase siendo elegida en Juntas anuales consecutivas. Por ejemplo, un directorio conformado por doce directores puede estar agrupado en tres clases, con cuatro directores siendo elegidos el 2001, cuatro más siendo elegidos en el 2002, y los cuatro restantes en el año 2003. Con tres clases, los directores en cada clase, los directores pertenecientes a cada una serán elegidos para periodos de tres años.”⁹⁵

Lo que se logra con esto es que cualquier persona que busque controlar el directorio (es decir, los dos tercios del mismo), deberá esperar al menos a dos elecciones para poder lograrlo. Por ejemplo, si es que un *raider* corporativo busca hacerse con el control de la Sociedad A, y ésta tiene un directorio escalonado en tres segmentos (A, B y C), deberá ganar las elecciones correspondientes a dos de los tres segmentos, las cuales son en dos momentos distintos y, como mínimo, en dos años distintos. De esa forma se impide el cambio de control abrupto de la sociedad. Si el *raider* quiere hacerse con el control deberá de esperar.



- (1) Extraído de: BEBCHUK, Lucian A., COATES, IV, John C. y SUBRAMANIAN, Guhan. “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”. *Stanford Law Review*, Vol. 54, pp.

⁹⁵BROWN, Robert y CASEY, Lisa. *Corporate Governance: Cases and Materials*, pg. 460-475. Editorial Matthew Bender, 2011.

887-951, 2002; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 353. En: <http://ssrn.com/abstract=304388>.

Este mecanismo de defensa otorga protección frente a las tomas de control hostiles de dos formas: obligando al *raider* a esperar un año mínimo para hacerse con el control del directorio, no importa cuando se presente, y forzándolo a ganar dos elecciones distintas separadas en el tiempo.⁹⁶

Ahora bien, a pesar de estar segmentados, los directores aún pueden ser despedidos sin causa alguna. Este hecho relativiza considerablemente la protección otorgada, pues si los directores pueden vacar sin necesidad de causa, el reemplazo de los mismos sigue siendo flexible. Es por ello que para hablar de un “Directorio efectivamente segmentado” es necesario que consten en el estatuto la prohibición de vacar a un director sin causa, así como impedir incrementar el número de los mismos. Esto último debido a que, en caso de que el *raider* busque adquirir la mayoría en el directorio, es posible que opte por incrementar el número de los mismos, alterando el porcentaje mayoritario en su favor.⁹⁷

Esta provisión es usada conjuntamente con la píldora envenenada por los motivos antes explicados. Si el directorio es vulnerable, la píldora envenenada es vulnerable, habilitando estrategias alternativas por parte del *raider*. En palabras de Bebchuk, Coates y Subramanian, “Una píldora proporciona una protección relativamente débil si es que la compañía es vulnerable a una *proxy fight* rápida, porque el directorio puede retirar la *píldora* en cualquier momento; un directorio segmentado sin una *píldora* es igual de inefectivo contra una oferta, dada la improbabilidad de que los

⁹⁶BEBCHUK, Lucian A., COATES, IV, John C. y SUBRAMANIAN, Guhan. “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”. *Stanford Law Review*, Vol. 54, pp. 887-951, 2002; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 353. En: <http://ssrn.com/abstract=304388>. Pg. 930

⁹⁷Ibíd. Pg. 910

directores puedan continuar resistiendo si es que el *raider* ha obtenido la mayoría de las acciones emitidas. En combinación con un directorio efectivamente segmentado, sin embargo, una *píldora* proporciona una protección anti tomas de control hostiles bastante significativa: la *píldora* bloquea cualquier intento de adquisición de acciones más allá del porcentaje límite, y el directorio segmentado fuerza al *raider* a pasar a través de dos *proxy contest* para poder ganar el control del directorio y dejar su efecto la *píldora*.⁹⁸

Al blindar el directorio convirtiéndolo en un “Directorio efectivamente escalonado” se previenen aquellas maniobras que podrían permitir posibles infiltraciones por parte del *raider* en el directorio con resultados negativos.

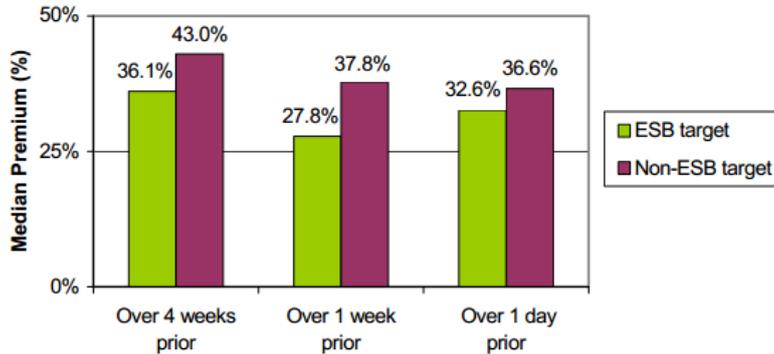
El problema con esa combinación de medidas defensivas es justamente la consecuencia que se mencionó en el párrafo anterior: el directorio es virtualmente invulnerable, hasta para los mismos accionistas. Un directorio que pueda decidir el futuro acerca del control de la compañía, y que al mismo tiempo no puede ser removido a no ser que sea por causa justa, se convierte en el organismo más poderoso dentro de la sociedad, por encima incluso de la Junta General de Accionistas.

Otro inconveniente es que, en términos de valoración accionarial, esta medida no tiene impactos muy positivos. “Podemos encontrar que los Directorios efectivamente segmentados no proveen suficientes beneficios en términos de valores incrementados. En general, encontramos que los DES redujeron los ingresos en un promedio de 8-10% de los accionistas de tomas de control hostiles en la segunda mitad de los 90”⁹⁹¹⁰⁰.

⁹⁸Ibíd. Pg. 899.

⁹⁹Ibíd. Pg. 887.

FIGURE 5: MEDIAN BID PREMIUM BY TARGET DEFENSES



- (2) Extraído de BEBCHUK, Lucian A., COATES, IV, John C. y SUBRAMANIAN, Guhan. “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants”. *Stanford Law Review*, Vol. 55, pp. 885-917, 2002; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 393. En: <http://ssrn.com/abstract=360840>.

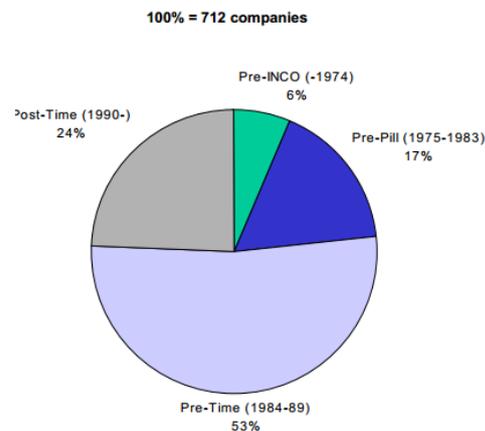
Ahora bien, un factor a tener en cuenta con respecto a los DES es que hoy en día no son muy empleados por las compañías norteamericanas por diversos motivos. Los accionistas han dejado de votar a favor de esta medida debido a la emergencia de los accionistas institucionales en el año 1990, además de importantes cambios en la ley de Delaware. Sucede que los inversores institucionales, gracias al desarrollo doctrinario acerca de las demás medidas defensivas, llegaron a darse cuenta de que los DES pueden, potencialmente, llegar a causar el atrincheramiento de un directorio. Esto no había sido un problema anteriormente debido a que los DES nunca habían sido, por sí solos, un impedimento para poder llevar a cabo una venta de control, esto se dio con posterioridad, gracias a la llegada de la píldora envenenada. Este problema fue motivo de gran discusión acerca del tema, llegando a concluir que si es que se combinan ambas medidas defensivas debe de contemplarse al mismo tiempo restricciones para evitar el atrincheramiento, siendo la

¹⁰⁰CREMERS, Martin y SEPE, Simone M. “The Shareholder Value of Empowered Boards” Octubre, 2015, *Stanford Law Review*, Vol. 68, 2016; Northwestern Law & Econ Research Paper No. 15-21. En: <http://ssrn.com/abstract=2674679>.

más común la prohibición del DES de mantener una píldora envenenada activa por más de un año, debiendo ser renovada por los accionistas al paso del mismo¹⁰¹.

Sin embargo están presentes en una considerable cantidad de las sociedades que listan en bolsa. Esto se debe a que, gran parte de las mismas adoptaron estas medidas antes de saber el efecto defensor de las mismas, que eventualmente se llegó a manifestar después del desarrollo de la doctrina y la legislación acerca del tema.¹⁰² Específicamente, aquellos accionistas que aprobaron directorios segmentados previos al año 1990 se encontraron atascados con una modificación estatutaria que, sin quererlo, los ponía en una posición poco favorable dentro del mercado de control corporativo.

Figure 5: Staggered Board Incidence by Era



- (3) Extraído de BEBCHUK, Lucian A., COATES, IV, John C. y SUBRAMANIAN, Guhan. “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”. *Stanford Law Review*, Vol. 54, pp. 887-951, 2002; Harvard

¹⁰¹ BEBCHUK, Lucian A., COATES, IV, John C. y SUBRAMANIAN, Guhan. “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”. *Stanford Law Review*, Vol. 54, pp. 887-951, 2002; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 353. En: <http://ssrn.com/abstract=304388>

¹⁰² *Ibíd.* Pg. 891.

Otras conclusiones válidas acerca de esta medida son aquellas que cito a continuación:

La protección puede tener otros efectos negativos. Y es que al verse tan protegidos, los directores tienen menos que temer, a los accionistas y a los *raiders*. Es en este punto donde se debe sopesar la función fiscalizadora de las tomas de control: en la primera parte de esta investigación se anotó que las tomas de control hostiles cumplen con un efecto fiscalizador, sancionando a los órganos gestores poco eficientes con la amenaza de una oferta de adquisición hostil debido al bajo rendimiento de la compañía, que muy seguramente resultaría en su despido. Es debido a esto que los organismos de gestión se ven obligados pasivamente a maximizar el rendimiento de la compañía, para evitar poner su posición en peligro. Al limitar la posibilidad de poder ser amenazados por factores externos se reduce considerablemente esta función, reduciendo su eficacia.

Además de perderse el control externo, aplicado por el mercado de control, se pierde también gran parte del control interno, pues el poder de los accionistas sobre los directores se ve seriamente disminuido (siempre tomando como referencia a los DES). Al sólo poder ser removidos por causa, los accionistas se ven mucho más restringidos al momento de lidiar con los directores, permitiendo una disminución del rendimiento de los mismos.

No todo son consecuencias negativas, pues el incluir en los estatutos un DES también puede traer muchas consecuencias positivas para una compañía. En primer lugar, permite que el directorio pueda invertir en proyectos a largo plazo, debido a que su estabilidad garantizada les permite asumir riesgos de ese tipo, que serían muy complicados de otra forma. Al mismo tiempo permiten

evitar maniobras innecesarias e ineficientes que podrían llegar a tomarse a fin de evitar una toma de control hostil.¹⁰³

De las dos ventajas antes mencionadas, sólo la primera podría considerarse como una ventaja propia y exclusiva de los DES, pues la segunda, como se verá al final de este estudio aplica para la gran mayoría de medidas defensivas: todas ellas, en su gran variedad, están pensadas para repeler de forma eficiente ofertas de adquisición indeseadas y posibles cambios de control. Esta medida en particular se presenta como particularmente ineficiente al momento de defender a la compañía de tomas de control hostil, pues no puede detener una *tender offer*. Si es que una de éstas llegara a presentarse los directores no podrán hacer nada más que asesorar a los accionistas acerca del contenido de la oferta y luego sentarse a esperar el resultado, pues no tienen manera de intervenir. Asimismo la existencia de esta medida no implica un incremento de los costes de la adquisición, es decir, no representa una ventaja económica para la compañía que dificulte en alguna medida las intenciones del *raider*.

El hecho de que esta medida sólo funcione en conjunción con una píldora envenenada la convierte en una de las más limitadas de todo el grupo de medidas defensivas. E incluso entonces, los accionistas se verán perjudicados por la devaluación de las acciones que trae consigo la adopción de la misma. De ahí que sea comprensible que en los últimos años los accionistas de las diversas compañías se hayan rehusado a adoptarla: ofrece poca compensación a cambio de sus aspectos negativos.

¹⁰³BEBCHUK, Lucian A. y COHEN, Alma. “The Costs of Entrenched Boards”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, pp. 409-433, 2005; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 478*. En SSRN: <http://ssrn.com/abstract=556987>. Véase también: AMIHUD, Yakov and STOYANOV, Stoyan. “Do Staggered Boards Harm Shareholders?”, Enero, 2016. En: <http://ssrn.com/abstract=2686902>.

4.2.2 PARACAÍDAS DORADOS

Un paracaídas dorado es definido como, citando a Fich y Tran, una cláusula en el contrato de empleo de un ejecutivo, especificando los beneficios que éste recibirá en caso de que la compañía sea adquirida y/o el contrato del ejecutivo sea rescindido.¹⁰⁴

Esta medida es considerada complementaria por varios motivos. En primer lugar, no actúa directamente sobre los activos de la compañía, ni sus bloques de control. En otras palabras, no impide directamente la adquisición hostil. Además, no está estipulada en el estatuto, ni es decidida por los directores. Los paracaídas dorados son fijados por los accionistas en los contratos de los ejecutivos que laboran para la compañía en forma de cláusulas.

La idea detrás de esta medida complementaria es combatir los costos de agencia de una forma diferente. En una toma de control, como se ha manifestado antes, siempre ha de tenerse en cuenta la posibilidad de que los ejecutivos de la empresa puedan incurrir en costos de agencia, justamente porque en aquellos posibles cambios de control se pone en juego su estabilidad laboral. Al encontrarse en una situación como esa es posible que el ejecutivo no se esmere en llevar a buen término las negociaciones, sino más bien tratará de frustrarla. Proporcionándole una compensación económica al ejecutivo que pierde su trabajo como consecuencia de un cambio en el control corporativo la compañía se asegura de que trate de conducir las gestiones de la forma más efectiva posible.

El paracaídas dorado tiene dos modalidades distintas, diseñadas en función de las circunstancias en las que se da el cambio

¹⁰⁴FICH, Eliezer M., TRAN, Anh L. y WALKLING, Ralph A. “On the Importance of Golden Parachutes”, (July 16, 2012). *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (JFQA), Forthcoming. En SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1425211>.

de control. La primera es a “condición simple”, en la cual el pago se configura solamente con que se dé el cambio de control de la compañía a manos del adquirente interesado. La otra modalidad es a “condición doble”, en la cual para que se configure el pago de la suma estipulada se requiere no sólo que se efectúe un cambio en el control de la sociedad, sino también que el ejecutivo en cuestión haya perdido su trabajo¹⁰⁵. De éstas dos variables la única que se aplica en la actualidad es la de “condición doble”, lo cual tiene mucho sentido, pues siendo que lo que se busca es lograr que el manager actúe sin miedo al despido como consecuencia de un cambio de control en la sociedad, sería coherente afirmar que sólo recibirá la suma en caso pierda su trabajo, no bastando una transición en el control societario. Sobre este punto, hay un aspecto muy interesante que me gustaría resaltar. Se configura el pago del despido además cuando, habiéndose realizado la toma de control hostil, el ejecutivo renuncia por una “buena razón”¹⁰⁶. Esto lleva a concluir que la protección también amparará al ejecutivo que, aunque no haya sido despedido, sienta que el cambio en el control de la compañía lo afecta de una forma tal que no puede proseguir con su trabajo, viéndose obligado a renunciar.

Lo que sí es seguro es que, en caso de una adquisición los paracaídas dorados pueden reducir la suma que reciben los accionistas por concepto de la prima de control en dos formas: en primer lugar, si la adquisición fuera a ocurrir, incluso si no hubiera de por medio paracaídas dorados, los ejecutivos no tienen incentivo de ningún tipo para intentar regatear consistentemente. Esto debido a que, gracias al mismo paracaídas dorado, el ejecutivo ya tiene su futuro asegurado, así que si es que la compañía va a ser adquirida de todas formas, no tiene mayor razón para complicar la adquisición pidiendo un mejor precio o condiciones, resultando en perjuicio para los accionistas.

¹⁰⁵Ibíd. Pg. 6.

¹⁰⁶ LUND, Andrew y SCHONLAU, Robert J. “Golden Parachutes, Severance and Firm Value” (October 28, 2015). En SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2682456> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2682456>.

Si bien es cierto la presencia de paracaídas dorados genera una posibilidad de obtener beneficios económicos en favor de los accionistas, mediante inversiones en proyectos a largo plazo y el empoderamiento de los ejecutivos a fin de que puedan negociar un mejor trato en caso de que se presente una *tender offer*, los aspectos negativos de la misma son muy tangibles como para no tomarlos en cuenta. La disminución del rendimiento de los mismos ejecutivos ocasionado a la cuantiosa suma que recibirían en caso de despido, sumado a su desinterés en la negociación que antecede a la toma de control hostil son elementos que resultan altamente perjudiciales para los accionistas, y que se denotan en el decaimiento del valor de las acciones¹⁰⁷.

Es debido a estos motivos que el uso de los paracaídas dorados ha ido disminuyendo progresivamente en los últimos años, hasta terminar por pasar a un plano secundario en el mundo del control corporativo. Es posible que, con el tiempo, pueda adaptarse de una mejor manera al modelo corporativo actual, pues la propuesta no es mala. Ataca directamente los costos de agencia proporcionando un colchón financiero a aquellos encargados de parte de la gestión de la compañía. Sin embargo, en los términos en los que está planteado actualmente resulta poco eficiente para el fin para el que se pensó.

4.2.3 CHANTAJE CORPORATIVO

Ésta práctica es de las más controversiales y ha sido altamente criticada por la doctrina en los últimos años. Esto debido a la cuestionable ética del procedimiento y lo que implica no sólo para la sociedad, sino para el mercado de control mismo.

¹⁰⁷ BEBCHUK, Lucian A., COHEN, Alma y WANG, Charles C. Y. “Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders”, Octubre, 2012. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25, April 2014, pp. 140-154; *Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 683*. En: <http://ssrn.com/abstract=1718488>.

El “*corporate greenmail*”, también conocido como chantaje corporativo en español, consiste en la recompra de acciones por parte de la sociedad que las emitió a un precio muy superior a su valor original, debido a la inminente amenaza de un cambio de control.¹⁰⁸

El término de “chantaje corporativo” viene del contexto mismo en el que se realiza la transacción: una compañía es amenazada activamente por un *raider* corporativo que ya ha adquirido gran parte de sus acciones o está a punto de hacerlo. A fin de evitar el cambio de control la compañía pagará lo que la otra parte pida por las acciones que ésta ostenta, a fin de no perder el control de la sociedad. De las mismas circunstancias que rodean a la técnica misma es posible deducir que es más posible que se presente en casos en los cuales la compañía se enfrente a una *creeping tender offer*, es decir, a un accionista que de forma discreta ya ha logrado amasar un porcentaje considerable de las acciones emitidas sin conocimiento de los órganos de gestión.

Sin embargo, Macey y Chesney nos proporcionan una visión más amplia acerca de la misma técnica: “La práctica de realizar el pago de una suma de dinero a otra compañía o individuo a cambio de un acuerdo de no proceder con una oferta de adquisición, incluso cuando no se ha realizado adquisición alguna de capital, también recibe la denominación de chantaje corporativo.”¹⁰⁹ Es en este punto dónde podemos empezar a apreciar el lado cuestionable y negativo de esta medida de protección. El simple acto de realizar un pago a un potencial comprador que ostenta acciones de la sociedad ya de por sí implica un perjuicio para la compañía y sus accionistas, pues esas acciones no producirán los ingresos que debería en favor de la

¹⁰⁸ECKBO, B. Espen. “Valuation Effects of Greenmail Prohibitions”, (1990). *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Vol. 25, pp. 491-505, 1990. En: <http://ssrn.com/abstract=1299865>.

¹⁰⁹MACEY, Jonathan R. y MCCHESENEY, Fred S. "A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail" (1985). *Faculty Scholarship Series. Paper 1768*. En http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1768

sociedad. Al haber sido compradas a un precio mucho mayor que el que les corresponde, los directores no podrán venderlas al mismo precio, mucho menos a un precio superior. Desde que no pueden compensar el precio pagado al *raider* implican una pérdida para la sociedad. Si el pago se realiza ante la simple amenaza de una adquisición el resultado es aún peor, debido a que ni siquiera hay ingresos por parte de un bloque accionarial que se ha recuperado. Otro aspecto que hacen notar Macey y Chesney¹¹⁰ es el hecho de que no se requeriría de una amenaza respaldada por capital accionarial por parte del *raider*, bastaría el hecho de que la amenaza sea cierta y posible para que el directorio pase a actuar.

Por más controversial que sea, presenta algunos aspectos que la hacen diferente de las demás. Esto, así como su presencia en el escenario del mercado de control corporativo (no ha sido prohibida hasta la actualidad), es por lo que se la desarrolla en la presente investigación. Sobre esto último, Macey y Chesney hacen referencia a dos aspectos totalmente distintos de la misma medida, uno referente a la protección frente a posibles adquisiciones hostiles que presenta la medida y, por otra parte, la consecuencia que la misma implica para la compañía que la ejecuta.¹¹¹

El primero está referido a la manera en que se ejecuta la medida, al comprar las acciones de manos de un *raider* en particular el mensaje de la compañía es bastante claro: no es que no quiera ser adquirida, pues no está tomando acción alguna que pueda precluir su participación en el mercado de control accionarial, sino que no quiere ser adquirida por ese *raider* en particular, de ahí que esté comprando de vuelta las acciones que éste posee¹¹². El segundo es una consecuencia lógica del primero. Si la sociedad ha recomprado acciones suyas, estas a fines prácticos no tienen dueño. Para compensar esta situación el directorio deberá hacer lo propio: ponerlas en venta. Lo cual quiere decir que en el transcurso del periodo que sigue a la ejecución de esta maniobra la sociedad va a

¹¹⁰ *Ibíd.* 17-18

¹¹¹ *Ibíd.* 18-19

¹¹² *Ibíd.* 42

estar volviendo a vender la participación recomprada en pequeños paquetes de control, a fin de poder redistribuir sus acciones y recuperar parte del dinero empleado en la recompra de las mismas.

Otro aspecto positivo es que, a pesar de que pueda parecer todo lo contrario, es de las pocas medidas que no incentivan el atrincheramiento del directorio. Para comprender de mejor manera este último punto hará falta responder a una pregunta clave respecto del chantaje corporativo. ¿Por qué el *raider* chantajearía al directorio de una compañía objetivo? Por los motivos por los que ocurre cualquier intento de toma de control en el mercado corporativo: ineficiencia del directorio, percepción de poder obtener mejores beneficios y la sub valoración de las acciones. En esas circunstancias el *raider* hace su movimiento, adquiere una parte de las acciones y amenaza con adquirirla. ¿Por qué la amenaza, por qué no seguir adelante? Un beneficio inmediato y casi tan lucrativo como la adquisición misma: el pago solicitado. ¿Qué ocurre si es que el directorio acepta pagar el chantaje? Dos cosas muy puntuales y bastante relevantes. La primera es que la sociedad acaba de resaltar en el mercado de control como una susceptible de adquisición, y muy posiblemente de directorio ineficiente. Esto motivará a otros participantes del mercado de control a realizar investigaciones de mercado acerca de la misma y si resulta que en verdad se trata de un caso de gestión ineficiente tratarán de adquirirla. Al mismo tiempo el valor de las acciones se verá incrementado como consecuencia del pago del chantaje, lo cual facilitaría una negociación beneficiosa en una oferta posterior¹¹³.

Esto último puede que deje mal parado al chantaje corporativo como medida defensiva, pues motivaría posteriores adquisiciones. En verdad, no puede afirmarse como tal, en primer lugar porque la compañía nunca actuó para bloquear cualquier intento de adquisición. Es más, desde que se llegó al punto en el cual se realizó el pago, es muy posible que no tuvieran ninguna medida defensiva activa, caso contrario hubieran podido hacer frente al chantajista mediante la activación de una píldora envenenada o un *lockup*. El

¹¹³ *Ibíd.* Pg. 17-18

bloqueo sea realiza no en función de la oferta, sino de quién la realiza.

Las dos últimas ideas se presentan en función del mismo argumento: el chantaje corporativo favorece la fiscalización de una gestión deficiente. No está prohibido por ley debido a que, si es que una compañía no desea que sus directores emprendan dichas conductas, puede prohibirlo expresamente en el estatuto, con lo cual resulta innecesaria una intervención legal.

CAPÍTULO QUINTO

DESARROLLO Y CONCLUSIONES

PRELIMINARES

5.1. ANÁLISIS GENERAL

En los capítulos anteriores se han desarrollado conceptos claves para la presente investigación: el origen de las OPAs, en qué consisten y qué las caracteriza, y las medidas defensivas alternativas (desarrolladas por el sistema norteamericano). Con esas nociones ya en claro es momento de tomarlas para poder arribar a una conclusión respecto de la materia objeto de esta tesis: Si es que, desde una perspectiva jurídica, las OPAs obligatorias son una medida idónea como un mecanismo defensivo frente a una eventual toma de control hostil.

En caso de que la respuesta a la cuestión planteada sea negativa será necesario además plantear una solución alternativa, pues no bastaría con solamente determinar que no es una aproximación correcta a los problemas que aquejan al mercado de control.

Para este fin en este Capítulo desarrollaremos aquellas cuestiones que se han distinguido como fundamentales en este asunto, logrando extraer una conclusión de cada una de ellas, para así poder formular una conclusión final lo más consistente posible.

5.1.1. Los costos de agencia: el corazón del problema

La oferta pública fue creada por el ordenamiento británico como una manera de disminuir los números de tomas de control hostil que se presentaban en aquél entonces. Esta regulación vino de la mano con la restricción de la actuación de los directores para intervenir en el proceso del cambio de control de la sociedad, para prevenir los costos de agencia.

Si algo ha quedado en claro de todo lo visto a lo largo de estas páginas es que el problema principal, no solo de las tomas de control hostil, sino del Gobierno Corporativo en general, son los costos de agencia. Y es que la posibilidad de que el director pueda superponer su mejor interés al de los accionistas de la sociedad es una posibilidad latente, que no debe descartarse, y que siempre debe tenerse en cuenta al momento de intentar realizar intervenciones de algún tipo en el ámbito empresarial.

Siendo que la conducción de una empresa está de una forma casi total en las manos de los directores se debe ser muy prudente con los poderes que se les designa a éstos, siendo necesario delimitar su actividad para poder prevenir eventuales situaciones en las cuales pueda ponerse en juego el bienestar del accionariado. Pero al mismo tiempo, consideramos que tampoco puede restringirse de forma excesiva la actividad del directorio, pues siendo éste al que le corresponde realizar la dirección de la empresa, una restricción excesiva también genera el riesgo de ocasionar daños al ejercicio de las actividades de la sociedad, en formas de daño emergente y costes de oportunidad. Como puede verse, el problema es de difícil solución, y las propuestas que busquen encararlo habrán de hacer lo

posible por encontrar el punto medio, el equilibrio entre la restricción y la libertad de actividad del director.

A la situación mencionada en el párrafo anterior es preciso realizar una anotación adicional de suma importancia para el presente desarrollo. El director, se presume, es la persona más capacitada para llevar a cabo la conducción de la sociedad, gracias al conocimiento especial que posee acerca de la misma y las cualidades determinadas que llevaron a que sea elegido director de la misma. Y es que el director es elegido por los mismos accionistas, no es posible que él sólo se auto designe director de la sociedad y los accionistas tengan que soportar esa imposición. Ellos lo eligieron para que dirija la sociedad debido a que consideraban que era la persona idónea para el cargo, por el perfil que presentaba. El simple hecho de designar a una persona como director implica al menos un grado de confianza lo suficientemente alto como para confiarle potestades de ese tipo. Si los accionistas eligen a una persona para que tome el timón de la sociedad que ellos conforman no es con la expectativa de que les vaya a fallar o de que pueda volverse en contra de ellos. Es con la presunción de que va a llevar a cabo sus labores como un *ordenado comerciante y un representante leal*. Esa es la presunción que rige para todos aquellos que ocupan los cargos de dirección en las sociedades y es algo que no debería olvidarse en ninguna circunstancia.

Es cierto que los directores pueden ver su actuación comprometida en algún momento, sobre todo cuando su estabilidad laboral está involucrada, y en ese caso existe la posibilidad de que fallen en sus deberes fiduciarios y que terminen por tomar decisiones incorrectas. En ese caso deberán ser reprimidos con los remedios legales respectivos, que los hay. De hecho, es la postura que ha adoptado el ordenamiento norteamericano, de forma algo extrema, en la cual el director puede hacer virtualmente lo que desee, incluso disolver la sociedad sin pedir permiso a nadie (a menos, claro está, que los estatutos dispongan lo contrario), sometiéndose al control judicial al que está sujeta su actuación. Lo anterior no es diferente cuando hablamos de tomas de control. Nuevamente el director tiene la posibilidad de decidir el éxito o el

fracaso de una operación de gran calibre para la sociedad. Es así que es posible identificar, incluso, en qué puntos es que su actuar se torna decisivo para el futuro de la sociedad.

Para hablar en términos más específicos, son dos los momentos clave en los que la actuación del director es cuestionada, y en torno a los que giran las tomas de control hostil: la negativa del director para aprobar el proyecto de fusión (en caso éste haya sido presentado, pues no es indispensable para que se origine un caos de toma de control hostil), y el uso de medidas defensivas para impedir la realización del cambio de control (en los ordenamientos en los que esto está permitido). Es en estos dos momentos en los que el director tiene el poder para impactar en gran manera a la sociedad. Y es posible afirmar que las consecuencias negativas de los casos que las presentaron se originan en esos puntos en particular, de ahí que el ordenamiento británico optara por incluso excluir las últimas del conjunto de potestades del directorio, al tiempo que establecía la obligatoriedad de la OPA. Ahora bien, Estados Unidos decidió mantener ambas, a cambio de judicializar la actuación del directorio haciendo uso de las cortes estatales, manteniendo su modelo de OPA libre. La contraposición de ambas posturas, llevadas a un plano más genérico, puede graficarse de una forma más simple: **un modelo restrictivo (que tiene que ir acompañado de una OPA obligatoria) y un modelo liberal (que no necesita de la OPA obligatoria).**

En los dos casos, tanto en la aprobación del proyecto de fusión como en la resistencia a la toma de control, es necesario plantearse una interrogante: ¿Quién es la persona más competente para tomar esas decisiones? ¿Quién podría determinar de forma más efectiva lo que es mejor para la sociedad? La respuesta es muy sencilla: El director. Ni siquiera el accionista está tan involucrado con la actuación y el estado de la sociedad como el director. El director es la persona que lleva el rumbo de la sociedad, y por lo tanto tiene un panorama más claro que nadie, estando en su poder tomar una decisión más favorable para el rumbo de la sociedad. Al limitarse la actuación del director y dejarlo fuera de la ecuación se hace necesario compensar de alguna forma la desprotección de los

accionistas, **de ahí que se haga imprescindible la implementación de la OPA obligatoria en esos casos.**

Teniendo este panorama en cuenta es mucho más factible definir el enfoque que debería dársele a las tomas de control hostil, y al dilema de las OPAs obligatorias. Lo que está en contraposición al momento de regularlas no es sino los costos de agencia contra las capacidades del directorio. Todo se reduce a eso. La OPA obligatoria, las medidas defensivas, los modelos de regulación: todos ellos se encuentran en función de eso. Es así que el modelo británico (y, eventualmente, el peruano) se inclina por darle más peso a los costos de agencia; mientras que en el ordenamiento norteamericano prima la calidad y las aptitudes del directorio. Esto no quiere decir que el ordenamiento norteamericano ignore los costos de agencia y se enfoque únicamente en el poder del directorio, solamente elige hacerles frente de una manera indirecta que no restrinja el poder del directorio.

De lo dicho, podemos extraer la primera conclusión preliminar de esta investigación:

Las OPAs obligatorias son fruto de la primacía de los costes de agencia sobre las capacidades del directorio.

5.1.2. La justificación de la intervención estatal en el mercado de control

El Derecho mercantil es una manifestación de la intervención del Estado en los negocios entre privados. Se entiende que regula la libertad de contratar de las personas naturales y jurídicas a fin de orientarlas al bien común. Sin embargo esa intervención ha de ser mínima, pues caso contrario estaría vulnerando los derechos fundamentales de los privados con actuaciones excesivamente restrictivas.

El Tribunal Constitucional, máximo intérprete de la Constitución, en la sentencia N°0008-2003-AI/TC se pronunció acerca del ámbito económico del Estado de Derecho, recogiendo entre sus principios el principio de *“Mercado libre; lo que supone, por un lado, el respeto a la propiedad, a la iniciativa privada y a una libre competencia regida, prima facie, por la oferta y la demanda en el mercado; y, por otro, el combate a los oligopolios y monopolios”*. Como puede verse, se debe respetar la iniciativa privada, debiendo la intervención del Estado ser de carácter subsidiario, como amplía el Supremo Intérprete en la sentencia N. ° 7339-2006-PA: *“Ello es así porque el fundamento del principio de subsidiariedad parte del supuesto de que el Estado aparece como el garante final del interés general, desde el momento en que su tarea consiste en intervenir en forma directa para satisfacer una necesidad real de la sociedad, pero sólo en aquellas situaciones en las que la colectividad y los grupos sociales –a quienes corresponde, en primer término, la labor de intervención– no están en condiciones de hacerlo”*

La OPA obligatoria es una limitación impuesta por el Estado a la libertad de contratar, pues le impone determinadas condiciones, mayormente de carácter oneroso, para poder transar con quienes desee. Ahora bien, las últimas líneas del pronunciamiento del TC especifican que esa intervención debería darse sólo en caso de que aquellos a los que les corresponda dicha intervención no estén en condiciones de hacerlo. De lo desarrollado en la presente investigación no se puede sino poner en duda esto último. ¿En verdad los privados están incapacitados para hacer frente a tomas de control? El único pretexto que se puede alegar para llegar a una respuesta afirmativa serían los costes de agencia, los cuales se ha podido apreciar que no constituyen un argumento sólido para imponer restricciones al mercado, existiendo otras maneras de controlar la actividad de los directores. Si es que llegara a probarse que existe una vía alternativa y menos gravosa para los particulares de gestionar su actividad en el mercado de control debería entonces cuestionarse ya no sólo la utilidad, sino la constitucionalidad de una

medida como la OPA obligatoria. Esto último, sobretodo, debido al carácter subsidiario de la actividad estatal en el ámbito de la contratación privada: debe intervenir de la manera menos restrictiva posible.

Así pues, de lo expuesto no queda sino concluir que *la figura de la OPA obligatoria debe ser objeto de revisión, en base a los estándares constitucionales formulados por el Tribunal Constitucional.*

5.1.3 Finalidad de la OPA

La eficiencia de la OPA obligatoria debe ser analizada sin perder de vista su finalidad. En el Capítulo 3 de esta tesis se explicó que el principio fundamental de la OPA es el trato igualitario entre los accionistas, constituyendo éste su objetivo principal. Al mismo tiempo perdigue dos finalidades igual de importantes: la fiscalización de los organismos de la sociedad y la eficacia en las transacciones de control.

Antes de pasar a analizar directamente la OPA en función de sus finalidades existe otro aspecto de la misma que quiero resaltar. Esta medida, que busca proteger a los accionistas en cierta forma, se manifiesta en un incremento del capital económico necesario para poder concretar una transacción en el mercado de control con una sociedad objetivo. El problema con este punto es el siguiente: la restricción que se hace a las ofertas es una oferta hecha de forma genérica, realizada únicamente en función de la disposición de un capital inmediato en manos del potencial adquirente. Por ejemplo, en una situación en la cual un adquirente estuviera en posición de cerrar un trato beneficioso tanto para él como para la sociedad objetivo, pero que consista en inversiones a largo plazo, y que no cuente con el capital necesario para poder correr con los costos de la OPA que se ve obligado a formular, simplemente no formulará la oferta. De esta forma se pierde una oferta que pudo haber reportado grandes

beneficios a los accionistas de la sociedad, grandes y chicos, pero que no se pudo concretar debido a las restricciones impuestas por el sistema. Esto se hace aún más evidente cuando se compara con el sistema de OPA libre, en el cual las medidas defensivas se evalúan y se presentan en el caso concreto, permitiendo que se presenten más prospectos de ofertas a la sociedad objetivo y proporcionando una mayor cantidad de opciones en caso se busque cerrar una transacción. Además, todas las medidas defensiva adoptables en el sistema de OPA libre son posibles de remover en el momento, de ser necesario. Así, es factible concluir que **la OPA obligatoria genera un costo de oportunidad bastante alto para las sociedades que funcionan dentro de estos sistemas**. Dicho esto, volvamos a las funciones de la OPA.

Se dijo que el objetivo primordial de la OPA es constituirse en mecanismo de salida de los accionistas, al mismo tiempo que ser una técnica ideal para el reparto de la prima de control. Esto viene a ser cierto en aquellos casos en los cuales se da una OPA total, pues al formularse ésta sobre el capital social restante es posible que todos los accionistas que no participaron en la transacción de control puedan participar de la prima. Sin embargo en aquellos sistemas que adoptan la OPA parcial la protección es imperfecta, pues sólo quedará afecta a la oferta una parte, quedando excluida de la misma una parte de los accionistas minoritarios.

Sin embargo, la protección a los accionistas minoritarios no es un concepto ajeno a las medidas defensivas. Siendo que ninguna de ellas son dispositivos legales pueden ser modificadas a voluntad de los que las usan, pudiendo añadir determinadas cláusulas. Si, por ejemplo, una sociedad busca proteger a sus accionistas minoritarios al tiempo que intenta implementar una píldora envenenada, puede implementar una cláusula que estipule que la *píldora* no podrá ser retirada a menos que se ofrezca la prima de control a todos los accionistas de la sociedad. De esa forma los accionistas minoritarios no quedarían desprotegidos y los términos de la transacción pueden ser negociables entre las partes.

El último objetivo de la OPA obligatoria que debe ser tenido en cuenta es su carácter fiscalizador, el cual están conminadas a cumplir en cuanto a reguladores del mercado de control. Cómo se ha analizado previamente, las tomas de control hostiles son motivadas en gran parte por el bajo rendimiento de la sociedad por parte de los órganos gestores. Eso garantiza en gran medida que los directores traten siempre de mantener el rendimiento de la sociedad lo más alto posible. Ahora bien, una toma de control fiscalizadora se ve facilitada por el hecho de que el valor de las acciones se ve disminuido por la gestión deficiente, lo cual invita al potencial adquirente a entrar en negociaciones. Si es que el adquirente va a tener que pagar un sobre costo por la operación simplemente se abstendrá de presentar la oferta, pues le resultaría oneroso intentar adquirir la sociedad. De esa forma se pierde la labor fiscalizadora del mercado de control, pues el directorio, a sabiendas de la onerosidad de la operación y de que las posibilidades de que se presente un *raider* son bajísimas, puede descuidar su labor y bajar su rendimiento, pues no corre el riesgo de ser sustituido por un nuevo mayoritario.

Para establecer la eficiencia de una medida se debe evaluar hasta qué punto cumple con las finalidades para las que fue planteada. La OPA obligatoria, en cuanto a medida defensiva frente a tomas de control, sólo cumple con eficiencia uno de sus tres objetivos: garantizar la participación de los accionistas minoritarios de la prima de control, y de forma parcial, como ya se ha explicado líneas arriba. En cuanto a mecanismo de adquisición del control y mecanismo fiscalizador falla rotundamente en su cometido, pues no sólo no cumple con su función, sino que genera nuevas contingencias dentro del mercado de control que pueden resultar altamente perjudiciales para los que en él participan, sobre todo por la mitigación del efecto fiscalizador de los cambios de control.

Es muy claro que este es el costo que los ordenamientos que adoptan estas medidas están dispuestos a asumir con tal de eliminar los costos de agencia, pero al hacerlo incrementan la aparición de costos de agencia en otros ámbitos. Al mismo tiempo, al haber analizado el origen de esta figura no es descabellado asumir que

cuando fue adoptada no fue en base a un juicio racional, sino en base a un caso mediático en función al cual se debió responder. De ahí lo desproporcionado de la medida, de ahí que sea excesivamente restrictiva y mínimamente beneficiosa para el mercado. Asumir costos de agencia no implica desamparar a los accionistas, sino buscar maneras eficientes de hacerles frente. Estados Unidos, a pesar de funcionar bajo unos fundamentos distintos, incrementó el riesgo de costos de agencia al máximo (que tampoco es lo ideal, siempre debe haber un límite a la actuación del director lo mínimamente necesario para evitar daños) y, sin embargo, no necesita de OPAs obligatorias para mantener a sus directores a raya.

De lo dicho anteriormente se puede concluir que el temor a los costos de agencia no compensa la imposición de medidas tan altamente ineficientes, que eventualmente no llegan a solucionar el problema en sí mismo, sólo lo distorsionan.

En conclusión, la Oferta Pública de Adquisición obligatoria no es eficiente para los fines para los que fue implementada.

5.1.4 Eficiencia de las medidas defensivas

En el Capítulo 4 de esta investigación se analizaron las principales medidas defensivas, explorando sus posibilidades y alcances. Las medidas complementarias, como se dijo en esas líneas, no constituyen un verdadero mecanismo de defensa, sólo otorgan poder de negociación a aquellas sociedades que terminen por emplearlas.

Las medidas defensivas, todas ellas, son la manifestación el poder de los directores en las tomas de control hostil. Cada una está pensada para, al ser ejercida por los directores, trabar una tima de control que el directorio considere como no adecuada para la buena marcha de la sociedad. La existencia de distintos métodos

demuestra, al mismo, tiempo, que existen diversas formas de hacer frente a tomas de control hostil, desde el pago de primas (como los paracaídas dorados y el chantaje corporativo) hasta licuar el capital social para acabar definitivamente con un intento de toma de control, sin perjudicar a los accionistas en el proceso.

El desarrollo doctrinario que ha tenido lugar alrededor del mundo del mercado de control corporativo ha sido mucho más activo en Norteamérica, debido a la naturaleza más flexible y, por qué no decirlo, capitalista, de ver las cosas. Todas las medidas están orientadas a maximizar la eficiencia de las sociedades que las usan, de una forma u otra.

De todas ellas la medida que es más utilizada y que se presenta como más eficiente es la píldora envenenada, debido a que permite detener de forma absoluta una tima de control hostil, independientemente del medio por el que ésta se presente, permitiendo a los directores mantener la inafectación del control societario. Además de esto, la píldora envenenada es susceptible a un *proxy contest*, lo cual quiere decir que el poder de los directores de la sociedad no es absoluto y que podrá ser deshabilitada si es que los accionistas cooperan con el potencial adquirente, quedando preservada de esta forma la voluntad de los accionistas en última instancia.

Sin embargo, debe de tenerse en cuenta que ninguna de las medidas defensivas fue expresamente diseñada para proteger a los accionistas minoritarios, pues esa no era la preocupación de la doctrina norteamericana al momento de formularlas. Esto es parte de la visión norteamericana del Derecho corporativo, la cual ha moldeado todo su sistema del mercado de control corporativo.

De esa forma, es posible afirmar ***que las medidas defensivas son muy eficaces al momento de detener tomas de control hostiles, pero sin estar enfocadas en proteger a los accionistas minoritarios.***

5.1.5 El sistema de OPA libre

Habiendo descartado el sistema de OPA obligatoria por su ineficiencia es necesario también analizar el sistema de OPA libre, que se presenta como principal alternativa al mismo.

El sistema de OPA libre consagra la libertad de contratación entre privados, reconociendo la existencia de los costes de agencia, pero estableciendo mecanismos de control que no afecten la labor y potestades de los directores, a los cuales entiende como máximos conductores de la sociedad. Al mismo tiempo reconoce la importancia del principio de trato igualitario entre los accionistas, pero lo manifiesta en otros ámbitos (como lo es su intervención respecto del *insider trading*).

Dos aspectos son los que se van a desarrollar en este apartado, que consideramos esenciales para formular la conclusión pertinente.

El primero viene a ser la primacía de la capacidad de los directores frente a la problemática de los costes de agencia. Como se ha analizado previamente en este capítulo el sistema de OPA libre presenta mecanismos alternativos a la OPA obligatoria para asegurar la protección de la sociedad: las píldoras envenenadas, *los lockups*, y las demás medidas defensivas que han sido desarrolladas por la doctrina norteamericana. Al mismo tiempo se controla la actividad de los directores que ejercen dichas medidas estableciendo un control judicial sobre su actuación, pudiendo ser procesados por las cortes estatales en caso incurran en alguna negligencia o deslealtad debidamente probada. Esto es digno de resaltarse, pues el sistema de OPA libre es bastante eficiente al momento de regular el mercado de control sin mitigar de alguna forma los poderes de los organismos de dirección, pues el control judicial se ha probado efectivo más de una vez en situaciones muy complicadas.

El segundo punto, el cual es de especial relevancia, no es uno de forma sino de fondo. El sistema norteamericano, capitalista por excelencia, postula una premisa que no es compartida de manera general: considera que la prima de control no debe de ser compartida por el accionista mayoritario con los minoritarios. Esto es debido a que se entiende que aquella persona que ostenta la mayoría de acciones dentro de una sociedad ha debido invertir un capital mayor en consolidar las acciones necesarias y que, por lo tanto, es proporcional el otorgamiento de la prima de control al mismo; mientras que les parece injusto y perjudicial para el mercado que el inversionista minoritario, el cual invierte en proporciones mucho menores, disfrute de la prima de control al igual que el mayoritario.

Este pensamiento se ve reflejado en la regulación corporativa, y la regulación del mercado de control y la OPA libre no es la excepción. Así, el sistema de OPA libre no suele procurar derechos de salida a accionistas minoritarios. El único contexto en el cual se establece una obligación a favor de ellos es al momento de formular de manera previa una OPA, en ese caso las leyes de la SEC establecen que deberá formularse la *tender offer* por todas las acciones de la misma clase al mejor valor (*all holders, best price rule*). Sin embargo, como ya se explicó antes, ésta situación puede ser atendida gracias al mismo diseño de las medidas defensivas.

Un último aspecto que me gustaría resaltar está referido a las medidas defensivas en sí mismas. Las medidas defensivas constituyen mecanismos casi perfectos para manejar las tomas de control hostiles. Permiten filtrar ofertas de formas selectivas, negociar cantidades y fijar condiciones; todo esto en el mejor interés de la sociedad. La particularidad está en que este sistema de medidas defensivas está pensado para ser implementado en sociedades de capital disperso, donde el accionariado se encuentra atomizado y los directores dirigen la sociedad con una intervención mínima de la accionista, siendo guiada su actuación principalmente por su buen juicio. Si es que llegara a adaptarse el uso de estas medidas en una sociedad de capital concentrado el accionista mayoritario estaría en

una posición absoluta para gestionar estos temas, pues siendo que éste controla el directorio será él mismo el que decida cuándo se aplica o se deja de aplicar una medida defensiva.

De todo esto podemos llegar a dos conclusiones muy puntuales:

En primer lugar, *que el sistema de OPA libre es bastante eficiente en los términos en los que está formulado respecto de los objetivos sobre los cuales se fundamenta*. Y es que en verdad se ajusta de manera perfecta al modelo económico norteamericano, maximizando beneficios al tiempo que reduce costos.

En segundo lugar, *el sistema de OPA libre es incompatible con cualquier ordenamiento que no esté cimentado sobre las mismas bases*. Siendo que el capital disperso es una premisa básica del sistema en cuestión, intentar su adaptación en un sistema que no comparte dichas características podría resultar perjudicial para ese ordenamiento.

Estas dos conclusiones deben ser tenidas en cuenta, pues es necesario determinar no sólo qué sistema es el más eficiente, sino evitar consecuencias perjudiciales de la implementación incorrecta de uno de ellos.

5.2. EL CASO PERUANO

Habiendo llegado a sólidas conclusiones preliminares respecto de la materia, se hace necesario un breve análisis acerca del caso peruano, para poder concluir si es que efectivamente, es posible extraer las mismas conclusiones de las circunstancias locales.

En el mercado de control peruano las tomas de control hostil no son muy frecuentes ya que la gran mayoría de las mismas no cotizan en bolsa, la propiedad se encuentra concentrada (la gran mayoría de empresas en el Perú son familiares), y el mercado de control se muestra muy poco activo.

Previo al inicio del análisis considero necesario extenderme un poco acerca de las empresas familiares. En las empresas familiares, como su nombre lo indica, una familia o un grupo de bloque ostenta el bloque de control, manteniendo siempre la mayoría de acciones en sus manos y cotizando en bolsa muy pocas o ninguna de las acciones con derecho a voto, y acciones de inversión. Estas empresas, como se acaban de mencionar, abundan en el Perú, y son una de las principales causas de que el mercado de control se encuentre inactivo. Otro aspecto que debe de tenerse en consideración respecto de las empresas familiares es el hecho de que, ya que la familia o grupo de bloqueo son los que ostentan siempre la mayoría de las acciones, son además los que tienen el control total de la sociedad, empezando por el directorio. De esa forma se distorsiona el concepto de costos de agencia, pues siendo que existe una identidad entre la familia y el directorio los costos de agencia desaparecerían, para dar paso a una situación comprometida, que podría denominarse como un “castigo” inherente a las acciones de los minoritarios. Ésta situación es sufrida únicamente por los accionistas minoritarios, quienes no tienen medios para hacer nada dentro de la misma sociedad. De ahí la relevancia de admitir un principio de trato igualitario para todos los accionistas. Es por esto que en casos como el peruano debería prestarse especial atención a la situación de los accionistas minoritarios, quienes se encuentran en una posición de desprotección respecto de la actividad de la sociedad.



*Esquema de costos de agencia
en una sociedad estándar*

*Esquema de costos de agencia
en una sociedad familiar*

El problema de que exista esa identificación entre los directores y el accionista mayoritario hace que **la implementación de las medidas defensivas en el ordenamiento peruano devenga en irrealizable**. Esto, debido a que la implementación de medidas defensivas implica la adopción de un sistema de OPA libre. En un sistema de OPA libre no hay obligación legal de darle nada al accionista minoritario, y esa repartición de la prima de control pasaría a estipularse mediante las mismas medidas defensivas o en los estatutos de la sociedad de ser el caso. Pero en el caso de un mercado donde el control es extremadamente concentrado el mayoritario controlaría todo, el directorio y las medidas defensivas con ellos. Es muy poco probable que el mayoritario, dadivoso, se decida a compartir la prima de control con el minoritario por volición propia.

Otro aspecto que merece análisis del ordenamiento peruano es la regulación empleada. Según las regulaciones de la SMV una vez que una OPA ha sido lanzada el directorio queda impedido de

intervenir en el transcurso de la misma, prohibiendo específicamente que realicen conductas que pudieran turbar la buena marcha de la OPA. En pocas palabras, en caso de que llegaran a formular una OPA hostil en contra de la sociedad el director no puede hacer sino esperar a que ésta se consume, pues la ley prohíbe expresamente que interfiera, descartando cualquier posible uso de medidas defensivas. Esto constituye una restricción exagerada a la actividad del directorio, pero que dentro de todo puede entenderse como un mal necesario debido a las circunstancias antes mencionadas.

Paralelo a esto, el sistema de OPAs obligatorias peruano recoge una particularidad más, que comparte con el sistema de OPAs italiano: el monto por el cual se formula la OPA obligatoria por parte del adquirente no es una cantidad fija, sino que es ajustada mediante la contratación de dos empresas valorizadoras (cuyos honorarios corren por cuenta del adquirente), las cuales realizan un análisis extensivo de los activos y proyecciones de la empresa y según eso le ponen a la acción un valor que el adquirente deberá pagar a todos los accionistas que deseen vender su participación.

Un dato que merece especial atención es el de la empresa valorizadora, la cual el adquirente está obligado a contratar si es que desea consolidar el control de la sociedad. Esto quiere decir que aparte de tener que pagar una prima de control al accionariado que desee aceptar la oferta (que podrían ser todos), lo cual cómo ya hemos establecido antes, es una de las principales causas de que la OPA obligatoria devenga en ineficiente, debe de pagar los honorarios de una de las empresas valorizadoras propuestas por la SMV, cuyos honorarios suelen ser bastante altos.

Además de esto el adquirente deberá de pagar el valor de la acción que fije la empresa valorizadora, el cual puede ser mayor o menor al ofrecido por el adquirente. En caso de que sea aún mayor al ofrecido por el adquirente el sobrecosto de la operación se incrementaría todavía más de lo que ya hemos mencionado, poniendo al adquirente en la más difícil de las situaciones. Y si es

que llegara a ser menor al ofrecido por el adquirente se dispararían los ingresos y liquidez de la operación a favor del accionista en perjuicio de las primas de salida de los accionistas minoritarios.

Si es que ya habíamos determinado previamente que la OPA obligatoria era un mecanismo ineficiente de protección frente a tomas de control hostil la OPA obligatoria peruana ya ni siquiera calificaría como ineficiente, podría afirmarse que ya es hasta perjudicial, pues no sólo limita sobremanera los cambios de control que pueden ocurrir dentro de la sociedad debido a los desproporcionados sobrecostos que implicarían intentar concretar uno de ellos, sino que además presenta el riesgo de que el adquirente dispare su liquidez mediante la adquisición de las acciones de los accionistas minoritarios pagando una prima de control aún menor, causándoles perjuicio, que es justo lo que trata de evitar.

Sin embargo descartar el sistema de OPA obligatoria para tratar de adaptar el sistema de OPA libre no es la solución, pues, como se menciona líneas arriba, la concentración de la propiedad en el mercado accionario peruano no hace posible una adaptación apropiada de dicho sistema, pasando a generar indefensión entre los accionistas minoritarios.

Es así que, a pesar de haber llegado a concluir exitosamente que el mecanismo de OPA obligatoria no es el ideal para la finalidad, se hace necesaria la formulación de un sistema diferente para poder asegurar el correcto desarrollo de las tomas de control en el país, que al mismo tiempo permita mantener la protección que el ordenamiento peruano prioriza para los accionistas minoritarios.

El mercado de control peruano no está listo para un sistema de OPA libre. Es la conclusión final a la que se puede llegar después de un análisis del medio nacional.

CONCLUSIONES

Habiendo llegado al final de esta investigación, es necesario formular una conclusión para la respuesta planteada al inicio de la misma. Para ello se emplearán elementos del desarrollo mismo, principalmente las conclusiones preliminares planteadas en el capítulo anterior.

El análisis histórico nos permitió conocer de manera más profunda los sistemas legislativos de protección frente a las tomas de control hostil, principalmente en la manera en que su formulación se vio afectada por los diversos sucesos que se presentaron en los ordenamientos mencionados. Es gracias a ese análisis en gran parte que en el capítulo anterior llegamos a la conclusión de que es la contraposición de los costes de agencia con la confianza al directorio lo que se encuentra de forma subyacente en estos sistemas, y cómo la inclinación por uno u otro es lo que termina definiendo el sistema empleado.

Al mismo tiempo se realizó un análisis extensivo de la figura de la OPA, sus objetivos, principios y modalidades, a fin de poder analizar si es que, como método de protección resultaba eficiente. De las diversas consideraciones realizadas se planteó que la OPA obligatoria se crea en función de tres objetivos, los cuales vienen a ser la protección al minoritario, la fiscalización a los órganos de

gestión y la eficiencia del mercado. No se dejó de lado a las medidas defensivas desarrolladas en los modelos de OPA libre, pues para determinar la idoneidad de un medio es necesario poder afirmar que no existe una manera más eficiente de hacer las cosas. En ese capítulo se introdujo el concepto de píldora envenenada, *lockup*, y las demás medidas, todas ellas muy variadas y con alto índice de eficiencia en su mayoría.

PRIMERA. Al momento de poner todos los conceptos juntos para formular las conclusiones del caso fue evidente que, aunque no es la medida más eficiente para regular las tomas de control hostiles, la OPA obligatoria es la ideal para el ordenamiento peruano en atención a las características propias del medio nacional. Tendría que haber un cambio muy drástico en la concentración de propiedad nacional para poder afirmar una cosa diferente.

Ahora bien, a pesar de haber llegado a esa conclusión es necesario formular una adicional. Pues el hecho de que Perú necesite mantener un modelo ineficiente no quiere decir que deba resignarse, sino que se debe de buscar la manera de hacer ese método más viable.

No hay muchas maneras de incrementar la eficiencia de la OPA obligatoria, pues su regulación es bastante rígida debido a los rasgos particulares del mismo sistema, pero hay una aportación que la presente investigación puede realizarle a la OPA obligatoria peruana.

SEGUNDA. Sumadas a las desventajas que presenta de por sí el modelo de OPA obligatoria el modelo peruano le añade dos más: le otorga un carácter parcial, el cual constituye una protección imperfecta según lo estudiado, e incorpora la figura de la entidad

valorizadora. Estos dos aspectos incrementan la ya nefasta negatividad del sistema y deben ser removidos si es que se pretende incrementar la actividad en el mercado de control. Pasar de un sistema de OPA parcial a un sistema de OPA total conllevaría a que todos los accionistas estén amparados bajo el efecto de la OPA obligatoria, mejorando su eficacia en ese su fin primordial, que es la protección del accionista minoritario.

TERCERA. El pago de la valorizadora aportaría muchísimo al panorama de la OPA obligatoria, al reducir ese injustificable sobre costo impuesto al potencial adquirente de la sociedad (los honorarios de la empresa valorizadora), al mismo tiempo que se garantiza una igualdad de trato para todos los accionistas, al otorgar acceso a la misma prima de control a todos.

Esa es la conclusión a la que ha llegado la presente investigación. El mundo del mercado de control corporativo seguirá evolucionando conforme los años pasen, y es necesario no descuidar el desarrollo de las diversas prácticas que en él se promueven, a fin de mantener el correcto estado de las cosas. Después de todo, es labor del jurista ayudar a determinar lo que es justo a través de la ley, y esa labor no cesa nunca.

BIBLIOGRAFÍA

Libros y Revistas

- ÁGUILA REAL, Jesús Alfaro. Noticias de la Unión Europea, ISSN 1133-8660, **Nº 285, 2008** (Ejemplar dedicado a: La nueva regulación de las OPAs), págs. 7-19
- ALIAGA FARFÁN, Jeanette y TORRES TEJADA Fiorella. Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano: Prohibición de prácticas de manipulación de precios. En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. p. 42
- ARMOUR, John; JACOBS, Jack y MILHAUPT, Curtis. “The Evolution of Hostile Takeovers in Emerging Markets: An Analytical Framework”. *Harvard International Law Journal*, Vol. 52, Número 1, Invierno de 2011. Pp. 222-223.
- BERLE, Adolf y MEANS, C. Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*, pg. 66-109, Transaction Publishers, New Brunswick, 1968.
- BREALY, Richard A., MYERS, Stewart C. y ALLEN, Franklin. “Principles of Corporate Finance”. New York, McGraw-Hill Irwin, 2011.P. 808-810.
- BRODSKY, Edward y ADAMSKI, Patricia. *Law of Corporate Officers and Directors*, 1999 Cumulative Supplement, Wet Group. P. 602-610.
- BROWN, Meredith M., John REYNOLDS III y Kevin DAVIS. Regulation of Acquisitions. En: FARMERY, Peter y Keith

WALMSLEY (editores). United States Securities and Investments Regulation Handbook. Chapter 6. Londres: Graham & Trotman. 992, p. 237.

- CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. “¿Innovando el sistema de tomas de control en el mercado de capitales peruano? A propósito del nuevo Reglamento de OPA en el Perú”. En: Ius et veritas 32. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2006. p. 186-187.
- DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*. Madrid: Civitas. 1993. p. 35.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. “Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas Competidoras. Estudios sobre OPAs”, pg. 60-62. Editorial Civitas, 1999, Madrid.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Madrid: Civitas. Pg. 46-48.
- IBÁÑEZ JIMENEZ, Javier. La contratación en el Mercado de Valores. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales. 2001. 274.
- ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES – IOSCO. Objetivos y Principios para la regulación de los Mercados de Valores. Septiembre, 1998, p. 6.
- PAYET PUCCIO, José Antonio. “El Mercado de Valores y la Protección de los Inversionistas”. En: Compendio de Mercado de Valores. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales. 2011, p. 556.
- RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). Derecho de OPAS. Estudio sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español. Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, p. 27
- REGAN, Paul L. “What's left of Unocal?”, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 26, No. 3, pp. 947-975. En: <http://ssrn.com/abstract=333101>.
- SALA I ANDRÉS, Anna María. “Las OPAs obligatorias ordinarias”, pg. 43-44. Editorial J.M. Bosch Editor, Barcelona, 2000.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*. Madrid: Thomson Civitas, 2009. p. 31.

- SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. El Mercado de Valores en el Perú. Segunda edición. Lima: Editorial Cuzco, 2002. pp. 363-366.
- TAPIA HERMIDA, Alberto J. Contenido del Folleto. Introducción: La importancia de la información en las OPAs. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1.197/1991*. Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993 p. 397.
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. Derecho del Mercado de Valores. Barcelona: J.M. Bosch Editor, 2000. p. 25.

Jurisprudencia

- Sentencia N°0008-2003-AI/TC
- Sentencia N. ° 7339-2006-PA

Documentos electrónicos

- ARMOUR, John y SKEEL, David A. “The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation. Regulation”, Vol. 30, No. 3, Otoño de 2007; *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper* No. 08-24. En: <http://ssrn.com/abstract=1025986> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- ARMOUR, John y SKEEL, David A. “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation” (2007). *Georgetown Law Journal*, Vol. 95, p. 1727, 2007; ECGI - Law Working Paper No. 73/2006. En: <http://ssrn.com/abstract=928928> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- ARMOUR, John, JACOBS, Jack B. y MILHAUPT, Curtis J. “A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets)”, (August 12, 2010). *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 377. En: <http://ssrn.com/abstract=1657953> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- AYRES, Ian. "Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions?" (1990). *Faculty Scholarship Series. Paper*, 1543. En

http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1543 (última consulta: 8 de marzo del 2016).

- BAINBRIDGE, Stephen M. “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance” Febrero, 2002. UCLA, *School of Law Research Paper* No. 02-06. En: <http://ssrn.com/abstract=300860> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- ----- “Director Primacy” (Mayo 25, 2010). UCLA *School of Law, Law-Econ Research Paper* No. 10-06. En: <http://ssrn.com/abstract=1615838> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- ----- “Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers”. Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31, No. 3, pp. 769-862, 2006. En: <http://ssrn.com/abstract=946016> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- BARIK, Nikhilesh. “Takeover Defenses and Corporate Governance”, Abril 15, 2012. En: <http://ssrn.com/abstract=2039844> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- BARRY, Jordan M. and HATFIELD, John William, Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses (February 23, 2011). 160 University of Pennsylvania Law Review 633 (2012); Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 407; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 98.Pg. 642. En SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1767683> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- BEBCHUK, Lucian A. y COHEN, Alma. “The Costs of Entrenched Boards. Journal of Financial Economics”, Vol. 78, pp. 409-433, 2005; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 478*. En at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=556987> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- BEBCHUK, Lucian A. y FERRELL, Alan. “Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers”. En: <http://www.nber.org/papers/w7232> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- BEBCHUK, Lucian A. y FERRELL, Alan. “Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers” (Junio 2000). NBER Working Paper No. w7232. En: <http://ssrn.com/abstract=227566> (última consulta: 8 de marzo del 2016).

- BEBCHUK, Lucian A., COHEN, Alma y WANG, Charles C. Y. “Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders” (October 2012). *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25, April 2014, pp. 140-154; *Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 683*. En: <http://ssrn.com/abstract=1718488> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- CHE, Yon Koo y LEWIS, Tracy R. “The role of lockups in takeover contests”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 38, No. 3, 2007, pp. 648–669. En <http://www.columbia.edu/~yc2271/files/papers/RANDLockups.pdf> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- COATES, IV, John C. y SUBRAMANIAN, Guhan. “A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence”. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 2, November 2000. En: <http://ssrn.com/abstract=204251> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- COLOMBO, Ronald J. “Effectuating Disclosure Under the Williams Act”, Julio, 2010. *Catholic University Law Review*, Vol. 60, No. 2; Hofstra Univ. Legal Studies Research Paper No. 10-27. En: <http://ssrn.com/abstract=1639466> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- CREMERS, Martin y SEPE, Simone M. “The Shareholder Value of Empowered Boards” Octubre, 2015, *Stanford Law Review*, Vol. 68, 2016; Northwestern Law & Econ Research Paper No. 15-21. En: <http://ssrn.com/abstract=2674679> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- Charles M. Yablon. “Poison Pills and Litigation Uncertainty, 1989 *Duke Law Journal* 54-91 (1989) En: <http://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol38/iss1/5> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- DOUGLAS M. Baron. “Controlling Imprudent Lock-Ups: The Necessity for Federal Legislation”, 63 Wash. U. L. Q. 91 (1985). En at: http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol63/iss1/5 (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- DOUGLAS M. Baron. “Controlling Imprudent Lock-Ups: The Necessity for Federal Legislation”, 63 Wash. U. L. Q. 91 (1985). En at: http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol63/iss1/5 (última consulta: 8 de marzo del 2016)

- ECKBO, B. Espen. “Valuation Effects of Greenmail Prohibitions”, (1990). *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Vol. 25, pp. 491-505,1990. En: <http://ssrn.com/abstract=1299865> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- FICH, Eliezer M., TRAN, Anh L. y WALKLING, Ralph A. “On the Importance of Golden Parachutes”, (July 16, 2012). *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Forthcoming. En SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1425211> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- GATTI, Matteo. “The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does It Make?”, Julio 30, 2014. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 1, No. 20, 2014; Rutgers School of Law-Newark Research Paper No. 132. En: <http://ssrn.com/abstract=2329891> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- GILSON, Stuart C. and WARNER, Jerold B., Junk Bonds, Bank Debt, and Financing Corporate Growth (October 1997). En: <http://ssrn.com/abstract=47269> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- GOWER, L. C. B.. “Corporate Control: The Battle for the Berkeley”. *Harvard Law Review* 68.7 (1955). En: <http://doi.org/10.2307/1337693> 1176–1194 (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- HAMERMESH, Lawrence A. “The Policy Foundations of Delaware Corporate Law”, Noviembre, 2006, *Columbia Law Review*, Vol. 106, No. 7. En: <http://ssrn.com/abstract=929759> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- HERON, Randall A. y LIE, Erik. “On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets”. *Journal of Business*, Forthcoming. En: <http://ssrn.com/abstract=647637> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- HERON, Randall A. y LIE, Erik. “On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets”. *Journal of Business*, Forthcoming. En: <http://ssrn.com/abstract=647637> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Julio, 1976. JENSEN, Michael C. “A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms”,

- Harvard University Press, Diciembre, 2000; *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4, 1976. En: <http://ssrn.com/abstract=94043> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- KHALIL, Samer y MAGNAN, Michel and ANDRÉ, Paul. “Termination Fees in Mergers and Acquisitions: Protecting Investors or Managers?” (January 2005). En : <http://ssrn.com/abstract=676348>
 - LOPUCKI, Lynn M. “The Readable Delaware General Corporation Law”, Julio, 2013. *UCLA School of Law Research Paper* No. 13-20. En: <http://ssrn.com/abstract=2292236> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
 - LUND, Andrew y SCHONLAU, Robert J. “Golden Parachutes, Severance and Firm Value” (October 28, 2015). En SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2682456> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
 - MACEY, Jonathan R. y MCCHESENEY, Fred S. "A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail" (1985). *Faculty Scholarship Series. Paper 1768*. En http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1768 (última consulta: 8 de marzo del 2016).
 - MANNE, Henry G. “Mergers and the Market for Corporate Control”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120. En: <http://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/Manne.pdf> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
 - MASCAREÑAS PÉREZ, Iñigo. Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Segunda edición. Madrid: McGraw- Hill, 1996, p. 196
 - MILHAUPT, Curtis J. y WEST, Mark D. “Law's Dominion and the Market for Legal Elites in Japan “(June 14, 2002). *Michigan Law and Economics Research Paper No. 02-006; Columbia Law and Economics Working Paper No. 206*. En: <http://ssrn.com/abstract=316120> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.316120> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
 - MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W. “Characteristics of Target Hostile and Friendly Takeovers”, pg. 101-136. En: <http://www.nber.org/chapters/c2054> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
 - MUCCIARELLI, Federico M. “White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the

Shareholders of 'Target' Companies?", Junio, 2006. En: <http://ssrn.com/abstract=910220> (última consulta: 8 de marzo del 2016).

- OKANIGBUAM, Frank, "Corporate Takeovers And Shareholder Protection: UK Takeover Regulation In Perspective". En http://www.humanities.manchester.ac.uk/medialibrary/law/main_site/Research/Student_Law_Review2/MSLR_Vol2_11%28Okanigbuan%29.pdf (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- OSAKI, Sadakazu. "The Bull-Dog Sauce Takeover Defense", *Nomura Capital Market Review* Vol. 10, No. 3. En: <http://ssrn.com/abstract=1031031>. P. 3-5, (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- PAINTER, Richard W. y KIRCHNER, Christian. "Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law": *Comparison and Recommendations for Reform. American Journal of Comparative Law*, 2002. En: <http://ssrn.com/abstract=311740> (última consulta: 8 de marzo del 2016).
- SAUTTER, Christina M. "*Tender offers and Disclosure: The History and Future of the Williams Act*", Diciembre, 2015. *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, Steven Davidoff Solomon and Claire Hill, eds., Edward Elgar Publishing, Forthcoming. En: <http://ssrn.com/abstract=2697755> (última consulta: 8 de marzo del 2016).