
OPAs hostiles y medidas de protección

José Antonio Payet Puccio
Abogado. Master in Law
Harvard Law School

1 Introducción.

La Oferta Pública de Adquisición (OPA) lanzada recientemente por Compañía Minera Milpo S.A.A. sobre Compañía Minera Atacocha S.A.A. ha puesto en relieve el tema de las OPAs hostiles, hasta ahora prácticamente desconocido en nuestro medio. Sin embargo, el debate sobre este tipo de operaciones no ha pasado, hasta ahora, del comentario periodístico o el intercambio de comunicados por las partes involucradas. No se ha hecho una reflexión seria sobre el fenómeno ni sobre el tratamiento legislativo que tiene -o que debería tener- en nuestro medio.

Las OPAs hostiles son ofertas públicas de adquisición lanzadas con la finalidad de adquirir el control de una sociedad, en contra de la voluntad de los administradores o los accionistas que detentan dicho control. Ante este fenómeno, se han diseñado mecanismos jurídicos con la finalidad de evitar o dificultar la toma de control de una sociedad por un tercero o de permitir a los administradores de la sociedad la defensa de su posición ante una OPA inminente o ya lanzada. La problemática que esta cuestión presenta al Derecho está referida principalmente a la licitud de tales mecanismos y a los requisitos que se deben cumplir para su puesta en práctica.

Las OPAs hostiles, la respuesta de las sociedades objeto de ellas y la licitud de las medidas de protección

constituyen uno de los temas que mayor análisis y discusión motivan en el Derecho Societario contemporáneo. Si bien ello ha sucedido principalmente en los Estados Unidos⁽¹⁾, la materia ha despertado también considerable interés en el ámbito europeo hasta el punto que ha motivado tratamiento especial dentro de la Propuesta de Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición⁽²⁾. Como lo ha señalado Javier García De Enterría, “las OPAs, en tanto que elemento de conexión entre la estructura de poder trazada por los textos legales y la función de control que pueden desplegar los modernos mercados de valores, se presentan como una pieza esencial de esta nueva realidad normativa que tiene por objeto a las grandes sociedades que cotizan sus valores en bolsa, y en la que los mecanismos de integración tradicionales del Derecho de Sociedades vienen a integrarse con los nuevos instrumentos ofrecidos por la regulación y el funcionamiento de los mercados de valores⁽³⁾”. En ese contexto, añade este autor, “la posible adopción de medidas defensivas por parte de los administradores de una sociedad cuyas acciones sean objeto de una oferta pública de adquisición hostil o inamistosa (...) constituye seguramente, junto al problema de la obligación legal de formular una OPA, una de las cuestiones centrales de todo sistema de ordenación jurídica de esta figura⁽⁴⁾”.

Y es que el fenómeno de las OPAs hostiles presenta, en todas sus dimensiones y su complejidad, el

(1) “Over the last two decades, no area of corporate and securities law has produced equivalent controversy, resulted in more legislation, or yielded as many theories, as has the topic of hostile takeovers”. JENNINGS, Richard, MARSH, Harold y COFFEE, John. *Securities Regulation*. The Foundation Press, 1992. p. 652.

(2) Propuesta de Decimotercera Directiva en materia de Derecho de Sociedades, relativa a las ofertas públicas de adquisición, presentada por la Comisión el 7-11-96.

(3) GARCIA DE ENTERRIA, Javier. *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras*. En: *Estudios sobre OPAs*. Civitas: Madrid, 1999. p. 159.

(4) *Ibid.*

problema básico del Derecho de Sociedades moderno -el conflicto de intereses entre los administradores y los accionistas generado por la separación de la propiedad y el control de las grandes empresas-. Es por ello que este tema no sólo tiene una importancia práctica con relación a las operaciones que se realicen en un determinado mercado, sino que tiene también una gran trascendencia como fenómeno de estudio que permite comprender las tensiones propias del gobierno de las grandes sociedades y la respuesta que el Derecho debe dar a esta realidad.

Este artículo es una primera aproximación al fenómeno de las OPAs hostiles en el Derecho peruano, de manera que no pretendo realizar en él un tratamiento exhaustivo de la cuestión. Mi objetivo es únicamente plantear una visión general del problema y de las principales cuestiones jurídicas que suscita. En el artículo abordaré en primer lugar el fenómeno económico objeto de estudio, con la finalidad de descubrir los principales retos que plantea al análisis jurídico. En segundo lugar, haré una descripción de los principales tipos de medidas que se han desarrollado con la finalidad de prevenir una OPA hostil o de defender a la sociedad objeto de ella en caso de su lanzamiento. A continuación, expondré el tratamiento que se ha dado a la cuestión de la licitud de las medidas de protección en los Estados Unidos, que es el ámbito en el que mayor discusión se ha producido sobre la materia. Finalmente, describiré el tratamiento legal de este fenómeno en las disposiciones dictadas por CONASEV sobre la materia y haré algunas reflexiones al respecto.

2 El mercado del control societario y la función disciplinaria de las OPAs.

2.1 El conflicto de intereses en las grandes empresas.

El punto de partida para el análisis del fenómeno de las OPAs hostiles es la constatación del potencial conflicto de intereses entre administradores y accionistas de las grandes empresas, que puede llevar a que éstas no sean administradas teniendo

como único o principal objetivo el beneficio de sus accionistas.

En las grandes corporaciones se produce una separación entre la propiedad y el control, fenómeno que fue descrito por Adolf Bearle y Gardiner Means en su libro *The Modern Corporation and Private Property*⁽⁵⁾. Para estos autores, los administradores de las sociedades de accionariado difundido se habían vuelto en gran parte autónomos, constituyéndose en los verdaderos detentadores del control societario. Esta tesis ha enmarcado el debate sobre el Derecho de Sociedades en los Estados Unidos en el último medio siglo. Como señalan Klein y Coffee, “la tesis de Bearle y Means que la separación de la propiedad y el control en las sociedades de accionariado difundido ha hecho que la administración se vuelva fundamentalmente autónoma, ha sido objeto de muchos debates y controversias. Sin duda, ha permanecido como el punto de partida de la mayor parte de los estudios sobre las sociedades de accionariado difundido⁽⁶⁾”.

La separación entre propiedad y control cumple una importante función económica, en la medida que permite la especialización en los roles de inversionista y de administrador. No sería posible a las sociedades recurrir al mercado de valores para obtener financiamiento de inversionistas individuales o institucionales, si ello necesariamente acarrearase el involucramiento de los inversionistas en el control. Igualmente, no sería posible contar con una clase de administradores profesionales, si quienes detentan el control tuviesen que ser necesariamente los propietarios de la empresa. En tal sentido, Clark señala que la separación entre propiedad y control “no sólo permite una mayor eficiencia en crear y operar empresas, dado que aquellos que pueden proporcionar capital no son necesariamente los mejores en administrar una empresa, sino también permite una reducción de actividades innecesarias que serían costosas⁽⁷⁾”.

Sin embargo, en esta situación se generan los problemas de potenciales conflictos de intereses que surgen siempre que uno administra los recursos de otro⁽⁸⁾. Los administradores, con poder para utilizar los recursos sociales, pueden emplearlos en beneficio

(5) BEARLE, Adolf y MEANS, Gardiner. *The modern corporation and private property*. (1932).

(6) KLEIN, William y COFFEE, John. *Business organization and finance*. Foundation Press, 2000. p. 171.

(7) CLARK, Robert. *Corporate Law*. Little, Brown & Co., 1996. p. 23-24.

(8) “When one person exercises authority that affects another’s wealth, interests may diverge”. EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. *The economic structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991. p. 91.

propio y no en el de los accionistas. En palabras de Juan Fernández-Armesto: “En toda empresa privada conviven unos directivos, que toman decisiones sobre bienes ajenos, y unos propietarios -los accionistas- que sufren en propia carne financiera los resultados económicos de tales decisiones: el conflicto de intereses entre directivos y accionistas es consustancial al modelo de empresa capitalista y genera unas ineficiencias que los anglosajones han bautizado como ‘agency costs’. Reducir al máximo esos costes de gestión debe ser el objetivo último de todo sistema de gobierno de la empresa privada⁽⁹⁾”.

2.2 Las soluciones en el Derecho de Sociedades.

El problema de cómo lograr que los administradores respondan efectivamente a los intereses de los accionistas y cómo remediar las desviaciones a este patrón de conducta sin, en ello, afectar la capacidad de los administradores de gestionar eficientemente la empresa es, sin duda, el tema central del Derecho de las grandes sociedades. Como lo expresan Choper, Coffee y Gilson, “La función del Derecho de Sociedades es proporcionar una estructura para la toma de decisiones que otorga a los administradores la discreción necesaria para desarrollar sus capacidades en beneficio de los accionistas, estableciendo al mismo tiempo mecanismos de seguridad para aquellas situaciones en las que los administradores puedan utilizar esa discreción en beneficio propio⁽¹⁰⁾”.

El Derecho de Sociedades ofrece varios mecanismos para alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas. El primero es el enunciado de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores. El cumplimiento de estos deberes implicaría actuar siempre en resguardo del interés del conjunto de los accionistas como si fuera el propio. De hecho, este es el lenguaje tradicional que describe los deberes del mandatario mercantil: cuidar

del negocio del comitente como si fuera propio⁽¹¹⁾. El Derecho de Sociedades dispone también la responsabilidad de los administradores por el incumplimiento de sus deberes de lealtad y diligencia. La potencial responsabilidad actúa como un elemento disuasivo, que desalienta la acción infiel o negligente de los administradores.

El segundo mecanismo es el contractual. Los accionistas -en junta general o, en su caso, especial- designan a los integrantes del Directorio y los pueden remover. También fijan su retribución. De esta manera, los accionistas y los administradores pueden acordar mecanismos de retribución que hagan que los administradores tengan incentivos para maximizar el valor para los accionistas. Asimismo, pueden remover a los administradores que actúen en contra del interés social. La sola posibilidad que eso suceda, por lo demás, puede actuar también como un mecanismo disuasivo.

2.3 La inadecuación del modelo societario tradicional.

Los mecanismos que ofrece el Derecho de Sociedades para solucionar las divergencias de intereses entre administradores y accionistas pueden ser insuficientes debido a los costos que se enfrenta para diseñar y poner en práctica los esquemas de incentivos antes mencionados. Como lo explican Jensen y Meckling, “Es imposible para el principal o el agente asegurarse sin costo que el agente tomará decisiones óptimas desde el punto de vista del principal. En la mayoría de las relaciones de agencia, el principal y el agente incurrirán en costos positivos de monitoreo y garantía y adicionalmente existirá algún grado de divergencia entre las decisiones del agente y las decisiones que maximizarían la riqueza del principal⁽¹²⁾”. De hecho, en muchos casos será excesivamente costoso o incluso imposible negociar y redactar un contrato que prevea todos los escenarios posibles y la conducta que debe adoptar el agente en

(9) FERNÁNDEZ-ARMESTO, Juan. *Las OPAs y el mercado de control empresarial: Un balance de diez años de experiencia*. En: *Revista de Derecho Mercantil*, 1998, p. 37.

(10) CHOPER, Jesse, COFFEE, John y GILSON, Ronald. *Cases and materials on Corporations*. Aspen Law and Business, 2000, p. 914. Ver también CLARK. Op. Cit.: p. 33-34.

(11) Código de Comercio, artículo 248: “(...) Mas, si estuviera autorizado para obrar a su arbitrio, o no fuere posible la consulta, [el comisionista] hará lo que dicte la prudencia y sea más conforme al uso del comercio, cuidando del negocio como propio”.

(12) JENSEN, Michael y MECKLING, William. *A theory of the firm*. Harvard University Press, 2000, p. 86. Para JENSEN y MECKLING los costos de agencia comprenden los costos de controlar las actividades del agente, los que se debe imponer al agente para alinear sus intereses con los del principal (costos de garantía) y, finalmente, los costos del grado de desalineación que subsistirá inevitablemente.

cada caso y siempre existirán los costos inherentes a la inseguridad del cumplimiento de los contratos y a la imperfección de los mecanismos de resolución de controversias⁽¹³⁾.

De otro lado, la misma dispersión del accionariado que ocasiona la separación entre propiedad y control determina también problemas de coordinación que obstaculizan la actuación colectiva de los accionistas en defensa de sus intereses. Los problemas de acción colectiva se dan debido a que, dada la pequeña participación accionaria de cada persona en las sociedades de accionariado difundido, con frecuencia los costos que deba asumir serán superiores a los beneficios que podría suponer una acción en resguardo de sus intereses. Así, un accionista individual medirá el costo y el beneficio de su actuación en términos de su interés individual, no del beneficio social. De esta manera, un accionista con 10% de participación en el capital sólo tomará una actuación que sea beneficiosa para el conjunto de la sociedad (por ejemplo, impugnar un acuerdo lesivo que perjudica a la sociedad en 1,000,000) si el beneficio para él (el beneficio social descontado por el porcentaje de propiedad del accionista en cuestión: 100,000) es mayor que el costo de la acción (por ejemplo, 200,000). En la medida que el total del costo será enfrentado por el accionista individual, pero el beneficio será compartido con los demás, el accionista individual no actuará. Los elevados costos de transacción consistentes en los problemas que este accionista enfrentará para reunirse con los demás y decidir actuar en conjunto, pueden impedir que una acción socialmente beneficiosa se lleve a cabo.

En consecuencia, en sociedades con un importante grado de dispersión del accionariado, las disposiciones de la legislación societaria y la posibilidad teórica de llegar a acuerdos con los administradores no son suficientes para garantizar que los administradores actúen en interés de los accionistas. El conflicto de interés entre administradores y accionistas puede permanecer sin resolver y la acción de la administración puede desviarse del objetivo de optimizar el valor de la empresa.

2.4 El mercado del control empresarial.

En un artículo publicado en 1995, Henry Manne explicó la tesis del mercado del control corporativo como mecanismo de alineación de los intereses de los accionistas y los administradores de las grandes sociedades. Señaló Manne: “La proposición básica de este artículo es que el control de las corporaciones puede constituir un activo valioso; que este activo existe independientemente de cualquier interés en economías de escala o en utilidades monopólicas; que existe un activo mercado para el control corporativo; y que un gran número de fusiones son probablemente el resultado de la operación exitosa de este mercado (...). Una premisa fundamental que subyace al mercado del control corporativo es la existencia de una alta correlación positiva entre la eficiencia de la administración de una compañía y el precio de las acciones de dicha sociedad. En la medida que una compañía tiene una administración deficiente -en el sentido que está obteniendo un retorno para los accionistas menor al que sería posible bajo otra administración- el precio de mercado de sus acciones declinará con relación al precio de otras empresas de la misma industria o a los precios del mercado en su conjunto (...). Mientras más bajo sea el valor, relativo a lo que podría ser con una administración más eficiente, más atractiva se vuelve la toma de control para aquellos que consideran que pueden administrar la compañía con mayor eficiencia. Y el retorno potencial de dicha toma de control y revitalización de una compañía mal administrada puede ser enorme⁽¹⁴⁾”.

El mercado del control societario opera sobre la base de la libre negociación de las acciones con derecho a voto de las sociedades cotizadas. Este atributo permite que un tercero se haga con el control de una sociedad, adquiriendo la propiedad de las acciones directamente de los accionistas. Si este tercero logra acumular un paquete accionario suficiente, podrá sustituir a los administradores.

Bajo la hipótesis de la eficiencia de los mercados de valores el precio de las acciones refleja toda la información disponible públicamente. Ello

(13) Ver WILLIAMSON, Oliver E. *The mechanisms of Governance*. Oxford University Press, 1996. p. 171 y ss.

(14) MANNE, Henry G. *Mergers and the Market for Corporate Control*. 73 *Journal of Political Economy* 119. En: ROMANO, Roberta. *Foundations of Corporate Law*. Oxford University Press, 1993. p. 233-234.

implica que la baja calidad de la administración de una compañía -por ejemplo, que los directivos priorizan los intereses propios sobre los de los accionistas- se reflejará en el precio de las acciones. En este contexto, un tercero puede estar dispuesto a adquirir el paquete necesario para alcanzar el control en la sociedad y desplazar a la administración negligente o infiel, sustituyéndola por otra que gestione la compañía con mayor diligencia y lealtad. Ello permitirá un incremento del valor por acción y beneficiará tanto al adquirente como a los demás accionistas⁽¹⁵⁾. En palabras de García de Enterría, “el control societario, como elemento que lleva consigo la facultad de administración de la empresa y, con ello, la posibilidad de rentabilizar el valor de la propia inversión, se convierte de este modo en un “bien” susceptible de ser adquirido y transmitido, en virtud fundamentalmente del presupuesto de la libre transmisibilidad de las acciones que ontológicamente caracteriza a las sociedades bursátiles y de la correlativa posibilidad de cualquier persona de formar un paquete de control mediante la simple reunión o agregación de las acciones que anteriormente estaban dispersas⁽¹⁶⁾”.

Los beneficios de la existencia del mercado de control societario no se materializan sólo en los casos en que efectivamente existe un cambio de control a favor de una persona con la capacidad de generar mayor valor con los activos sociales, lo que implica la posibilidad del pago de una prima a los accionistas vendedores y de un incremento del valor de la sociedad que beneficia a los accionistas no vendedores. Estos beneficios se generan también a través del efecto disciplinario que el mercado del control societario tiene respecto de todos los administradores de las sociedades cotizadas. Como lo expresó el propio Manne, “los mayores beneficios del mecanismo de toma de control probablemente corresponden a aquellos menos conscientes de ello. Aparte del mercado de valores, no tenemos un estándar objetivo para medir la eficiencia de los administradores(...). Sólo el mecanismo de toma de control da cierta seguridad de eficiencia competitiva entre los administradores sociales y, de esa forma,

otorga una fuerte protección a los numerosos accionistas sin control⁽¹⁷⁾”.

De esta manera, el mercado de control societario es un mecanismo disciplinario que forma parte del esquema general de gobierno de las grandes sociedades. La posibilidad de la toma de control por un tercero y de desplazamiento de los administradores que no administran la compañía en forma tal que se maximice el valor para los accionistas, actúa como un mecanismo de prevención que incentiva a los administradores a actuar con diligencia y lealtad.

2.5 La operación del mercado de control societario a través de las OPAs.

En las sociedades de accionariado difundido puede ser difícil para un tercero adquirir una participación de control mediante negociaciones directas con accionistas individuales o a través de compras graduales en la bolsa. Es por ello que el mercado de control societario opera fundamentalmente sobre la base del mecanismo de las ofertas públicas de adquisición. Mediante éstas, una persona puede dirigir una oferta de compra (o de intercambio, con contraprestación en valores) con el objeto de hacerse con el control de una sociedad, directamente a los accionistas de ésta.

Es importante notar que en una OPA la transferencia de control se realiza sin intervención de los órganos de administración de la sociedad cuyo control se busca. Se trata de una operación de concentración societaria o de toma de control en la que no existe intermediación o participación determinante de los órganos de administración. En este sentido, García de Enterría destaca que “así como los mecanismos societarios de integración han de ser necesariamente activados y dirigidos por los administradores de la sociedad, en uso de sus facultades discrecionales de gestión y de administración, las tomas de control se caracterizan por su aptitud intrínseca para eludir cualquier intervención del órgano de administración y para remitir la decisión directa sobre la operación a los propios accionistas, que son quienes determinan el resultado de ésta con su decisión

(15) De hecho, esta es la principal explicación de la denominada “prima de control” en las ofertas públicas de adquisición. Ver GARCIA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA Obligatoria*. Civitas, 1996. p. 167 y ss.

(16) GARCIA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control* Op. Cit.; p. 25.

(17) MANNE, Henry. Op. Cit.; p. 234.

de acogerse o no a la oferta de compra o permuta que les dirige el oferente⁽¹⁸⁾”.

En efecto, en el Derecho de Sociedades otras formas de integración empresarial o toma de control por un tercero requieren de la intervención del directorio, sin la cual la junta no puede válidamente adoptar los acuerdos correspondientes. En este sentido, por ejemplo, en el caso de fusión, corresponde al directorio, además de convocar a la junta, aprobar el proyecto de fusión, sin el cual no puede llevarse a cabo la operación⁽¹⁹⁾. En cambio, en una OPA, la transacción se da directamente entre la entidad que desea tomar el control y los accionistas de la sociedad cuyo control se pretende, sin necesidad de participación de la administración.

Es clara, pues, la relación entre el mercado del control societario y las OPAs y, por tanto, la función disciplinaria de éstas respecto de la administración de la sociedad.

3 Principales medidas de protección ante OPAs.

3.1 Introducción.

Dado que las OPAs constituyen un mecanismo correctivo de la desviación de intereses entre los administradores y accionistas, se comprende fácilmente la problemática jurídica que suscitan las medidas de protección. ¿Es válido que la administración de una sociedad la dote de blindajes destinados a evitar o dificultar las OPAs hostiles, o que, ante el lanzamiento de una OPA, adopte una actitud defensiva? En esta sección haremos una breve descripción de las principales medidas de protección ante una OPA⁽²⁰⁾. Más adelante, revisaremos los principales argumentos que se han dado en la doctrina a favor o en contra de estas medidas y examinaremos su tratamiento en el Derecho comparado.

Habitualmente, las medidas de protección se clasifican en la doctrina en medidas preventivas -es decir las adoptadas anticipadamente para fortalecer la posición de la sociedad ante una eventual OPA- y medidas defensivas -es decir las adoptadas por una

sociedad ante el lanzamiento de una OPA hostil- (en adelante, nos referiremos a ambos tipos de medidas como “medidas de protección”). Es pertinente advertir, sin embargo, que esta clasificación no es rígida o hermética, sino que muchas medidas “anti OPA” pueden emplearse tanto antes como después del lanzamiento de una OPA.

3.2 Medidas preventivas.

3.2.1 *Poison pills*.

Las *poison pills*, llamadas también “planes de derechos para los accionistas” (“*shareholders rights plans*”) consisten en la emisión, por parte de la sociedad, de valores a favor de sus accionistas, que otorgan a éstos determinados derechos sujetos a la condición suspensiva de que se materialice una toma de control por un tercero. El ejercicio de estos derechos altera de manera sustancial el equilibrio de la OPA en contra del oferente.

Tradicionalmente se conoce dos modalidades de esa medida defensiva. La modalidad denominada “*flip over*” consiste en que, de producirse una fusión entre la sociedad adquirida y la adquirente, los accionistas de aquella tienen el derecho a suscribir acciones de la sociedad resultante de la fusión a un valor sustancialmente por debajo del de mercado. En la modalidad “*flip in*” este derecho se adquiere respecto de la sociedad adquirida por el efecto de la adquisición de una determinada participación accionaria (por ejemplo, 20%) por un tercero. En ambos casos, el efecto es el de una dilución del adquirente y un pago en exceso por éste respecto de la participación accionaria adquirida. También existen modalidades en las que el derecho otorgado a los accionistas es el de opción para vender sus acciones a la sociedad adquirida (o a la adquirente) a un precio sustancial, tal como el mayor precio que hubiera pagado por las acciones en un determinado período o incluso un precio superior.

Esta modalidad de medida defensiva otorga al directorio de la sociedad objeto de la OPA un gran

(18) GARCIA DE ENTERRIA, Javier. *Mercado de Control* Op. Cit.: p. 28.

(19) Ley General de Sociedades, artículo 346: “El directorio de cada una de las sociedades que participan en la fusión aprueba, con el voto favorable de la mayoría de sus miembros, el texto del proyecto de fusión”.

(20) Tomamos como base en esta revisión el informe de la firma Watchel, Lipton, Rozen & Katz denominado *Takeover Law and Practice* (1999).

poder de negociación frente al adquirente, en la medida que, como parte de la estructura del plan de derechos se otorga a dicho órgano la posibilidad de dejarlo sin efecto, redimiendo los valores entregados a los accionistas a cambio de un importe poco significativo. Cabe destacar que una de sus facetas más atractivas en el mercado norteamericano en el que se utiliza, es que tanto la creación como la desactivación del plan corresponden al directorio.

Las *poison pills* fueron creadas en 1984 por el abogado Marty Lipton. En 1985 la Corte Suprema de Delaware declaró por primera vez la validez de este tipo de medidas en el caso *Morán v. Household International*⁽²¹⁾. A partir de entonces este tipo de medida se popularizó enormemente, hasta el extremo que, de acuerdo con la firma de abogados que las creó, en 1999 las *poison pills* era utilizadas por más de 2300 empresas en los Estados Unidos⁽²²⁾.

3.2.2 Modificaciones estatutarias.

Otra modalidad de medida preventiva frecuentemente utilizada es la modificación de los estatutos de la sociedad, para dificultar la toma de control por un tercero. Estas medidas no pretenden evitar directamente la adquisición de acciones sino retrasar o dificultar la efectiva toma del control de la sociedad por el adquirente. Tienen una función claramente preventiva, de allí su denominación popular de “*shark repellants*”.

Entre las modificaciones más frecuentemente utilizadas se encuentran las siguientes:

- (i) Designación y reemplazo del Directorio por porciones (“*staggered boards*”);
- (ii) Prohibición de remoción de Directores, salvo por justa causa;
- (iii) Mayorías calificadas requeridas para determinados acuerdos (por ejemplo, fusión con un accionista);
- (iv) Restricciones al ejercicio del derecho de voto (por ejemplo, prohibición del voto por correo);
- (v) Restricciones a la convocatoria de juntas generales;
- (vi) Derecho de todos los accionistas a recibir

un “precio justo” por las acciones en caso de toma de control por un tercero.

Una modificación estatutaria que puede actuar de una manera muy efectiva para prevenir ofertas hostiles es la limitación de los derechos de voto a un porcentaje máximo del capital social. Conforme a esta disposición estatutaria, ningún accionista puede ejercer derechos de voto por más de un determinado porcentaje de las acciones con derecho a voto (por ejemplo, 10%) aunque su tenencia sea superior. Esta es la medida empleada con mayor frecuencia y eficacia en España.

3.2.3 Acciones privilegiadas.

Una medida preventiva particularmente efectiva es la creación de acciones con derechos de voto especiales (por ejemplo, acciones de una clase cuya aprobación se requiere para determinadas transacciones), que se emiten a favor de los accionistas de la sociedad. Puede establecerse también que los derechos de voto especiales en los que consiste el privilegio quedan eliminados con la transferencia de las acciones.

3.2.4 Indemnizaciones por cese de administradores.

Una modalidad de uso bastante generalizado es la celebración de acuerdos con los administradores de la sociedad, en el sentido que, ante una toma de control por un tercero, o ante la terminación del contrato de trabajo por parte de la sociedad luego de una toma de control, ésta deba pagar al administrador una indemnización considerable.

Se ha señalado que estos pactos -denominados “*golden parachute*”- no constituyen propiamente una medida “anti OPA” por dos razones. En primer lugar, el efecto económico de la medida normalmente no es significativo. El importe de las indemnizaciones a los directivos es relativamente pequeño en comparación con el valor de la transacción. En segundo lugar, se argumenta que la existencia de este tipo de acuerdos tiene como efecto disminuir la oposición de los administradores a una OPA, alineando sus intereses con los de los accionistas⁽²³⁾.

(21) 500 A. 2d 1346 (Del. 1985).

(22) WATCHEL, LIPTON, ROZEN & KATZ. Op. Cit.: p. 35

(23) “By providing managers with financial incentives to accept a takeover, golden parachutes align their interests with those of shareholders and thus can be seen as value-maximising strategies”. ROMANO, Roberta. *The Foundations* Op. Cit.: p. 298.

3.2.5 Planes de participación de trabajadores.

Los planes de participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa pueden ser también empleados como medidas de protección ante una OPA. Las decisiones sobre cómo ejercer los derechos de voto de las acciones de la empresa asignadas al colectivo de trabajadores, así como sobre si aceptar o no una OPA, corresponden a los propios trabajadores. Dado que con frecuencia se percibe que un adquirente hostil puede poner en peligro los puestos de trabajo del personal de la empresa, la asignación de acciones de la sociedad a un plan de participación laboral pueden ser parte de una estrategia de defensa.

3.3 Medidas defensivas.

3.3.1 Búsqueda de un adquirente amistoso.

Un mecanismo de defensa ante una OPA hostil es la búsqueda por parte de la administración, de un adquirente amistoso (“*white knight*”), que efectúe una oferta competidora. Como parte de este mecanismo de defensa -y a fin de ganar tiempo hasta que se produzca la oferta- es posible para la sociedad objeto de la OPA colocar un paquete significativo de acciones en manos de una entidad con la que mantenga una relación amistosa (“*white squire*”), posiblemente con una opción de venta a un precio superior. Este tipo de práctica se denomina “*stock lock-up*”.

Desde el punto de vista de la administración de la sociedad objeto de la oferta, este tipo de prácticas pueden tener las siguientes ventajas⁽²⁴⁾:

(i) Colocar un paquete de acciones a un precio por debajo del mercado a un posible adquirente amistoso le otorga un incentivo para efectuar una OPA, compensando la ventaja del adquirente inicial que pudo comprar acciones antes de la elevación del precio en reacción al anuncio de la OPA;

(ii) En caso que la transferencia de las acciones se haga a cambio de activos de otra compañía, genera un efecto adicional al incrementar el tamaño de la empresa y hacer más difícil el financiamiento de la adquisición;

(iii) Puede lograr una posición tal que bloquee la posibilidad del adquirente hostil de adquirir control absoluto (por ejemplo, si evita alcanzar la mayoría calificada requerida para una fusión).

La búsqueda de un adquirente amistoso puede incluir también el acuerdo para el pago de una indemnización en el caso que la sociedad finalmente acepte una oferta de un adquirente hostil (“*break-up fees*”).

3.3.2 Transferencia de activos esenciales.

Otra forma de medida defensiva es la transferencia (o el otorgamiento de una opción para adquirir) activos esenciales de la compañía (“*crown jewels*”) a favor de un tercero. Esta transferencia u opción puede estar sujeta a la condición suspensiva de que se produzca la adquisición hostil. Con frecuencia, este tipo de medidas (denominadas también “*asset lockups*”) se produce en el contexto de una adquisición amistosa y tiene por objeto prevenir una intervención de un tercero hostil en la operación.

3.3.3 Adquisición de activos y endeudamiento.

Una OPA puede ser también combatida a través del endeudamiento de la sociedad objeto de la oferta, sea con el objeto de distribuir recursos a sus accionistas, o con la finalidad de adquirir otros activos, o ambos. En ambos casos, la sociedad pierde uno de sus atractivos para el oferente, que es la disponibilidad de efectivo.

3.3.4 Recompras de acciones.

Otra modalidad de defensa es la recompra de acciones a los accionistas de la sociedad. Un objetivo es elevar el precio de las acciones de la sociedad por encima del precio ofrecido por el oferente inicial, en forma tal que los accionistas se vean persuadidos a no aceptar la oferta⁽²⁵⁾. Igualmente, el objetivo de esta medida puede ser permitir a los accionistas realizar el valor de mercado corriente de la acción y, a la misma vez, reducir la disponibilidad de efectivo de la sociedad, dificultando así una compra apalancada.

Dentro de las recompras de acciones merece especial mención a la compra a un mayor precio de las acciones de la sociedad objetivo, de propiedad del propio oferente hostil (“*greenmail*”). El mayor precio pagado compensa al adquirente hostil por el tiempo y el dinero invertido en la OPA y le permite obtener una ganancia de corto plazo. Frecuentemente, como condición de dicha compra, el adquirente hostil se

(24) Ver, JENNINGS, MARSH y COFFEE. Op. Cit.; p. 739 y ss.

(25) Ibid.; p. 716.

obliga a no adquirir acciones de la sociedad por un periodo prolongado.

3.3.5 Compra de acciones del oferente.

Una modalidad de defensa bastante popular en la literatura pero aparentemente de poca aplicación práctica, es el lanzamiento, por la sociedad objeto de la OPA, de una OPA sobre el adquirente hostil (la llamada “*pacman defense*”).

3.3.6 Persuasión.

Una modalidad de medida defensiva por parte de la administración, es el intento de persuadir a los accionistas de la inconveniencia de aceptar la OPA. Este tipo de práctica es bastante frecuente en muchos mercados, en los que se interpreta que los deberes de diligencia y lealtad de los directores incluyen el informar adecuadamente a los accionistas sobre la conveniencia o inconveniencia de aceptar una oferta.

3.3.7 Litigio.

Otra forma de oponerse a una OPA hostil es alegar la ilegalidad de ésta e iniciar las correspondientes acciones ante las autoridades judiciales o administrativas competentes. Las alegaciones que pueden utilizarse en estos procesos tendrán relación normalmente con la violación de las normas que regulan las OPAs (por ejemplo, la insuficiencia o inexactitud de la información), o la violación de las normas del Derecho de la Competencia.

4. La conveniencia de las medidas defensivas.

4.1 El conflicto de intereses de los administradores.

Las medidas de protección frente a OPAs otorgan poder a la administración de la sociedad para dificultar o bloquear las tomas de control por un tercero. Siendo que las OPAs hostiles tienen como efecto frecuentemente el reemplazo de los administradores, salta a primera vista el evidente

problema del conflicto de intereses de parte de los órganos de administración. Hemos visto que, de acuerdo con la tesis del mercado de control societario, una OPA es con frecuencia la respuesta a un problema de deficiente gestión de la sociedad. Un tercero está dispuesto a pagar un precio mayor a la actual cotización de las acciones de la sociedad, ya que considera que reemplazando a la actual administración puede emplear de una manera más productiva los recursos sociales.

Dado que el éxito de la OPA, entonces, significará probablemente el cese de los actuales administradores, el conflicto de intereses es evidente. En este sentido, Clark señala que “por varias razones, la adopción de medidas de defensa contra OPAs involucra usualmente un severo conflicto de intereses. La tentación de los administradores de privilegiar los propios intereses e ignorar los de los accionistas es mucho más grande que en los casos normales de conflictos de interés. Y la probabilidad de obtener beneficios para la compañía que de otra forma no podrían lograrse parece baja⁽²⁶⁾”.

Es por esta razón, así como por la constatación de que las OPAs son operaciones cuyos efectos sobre el bienestar de los accionistas son generalmente positivos⁽²⁷⁾, que la mayoría de los autores que han analizado la cuestión se pronuncian en contra de la conveniencia de admitir la licitud de las medidas preventivas o defensivas puestas en práctica por la administración⁽²⁸⁾.

4.2 La coerción en las OPAs y el rol de la administración.

Las OPAs no son operaciones exentas de problemas desde el punto de vista del Derecho Societario. Los problemas que mayor preocupación suscitan desde el punto de vista doctrinal y legislativo son los relacionados con la “coerción” a los accionistas de la sociedad objeto de la misma, a efectos de que la acepten aunque esa conducta no resulte la más conveniente a sus intereses.

El elemento coercitivo en las OPAs se presenta a raíz de los problemas de acción colectiva que enfrentan los accionistas de las sociedades de

(26) CLARK, op.cit., pág. 589.

(27) JENSEN, Michael y RUBACK, Richard, *The Market for Corporate Control, The scientific evidence*, 11 Journal of Financial Economics 5, tomado de ROMANO, *The Foundations of Corporate Law*, pág. 235 y siguientes.

(28) Ver, GARRIDO, Jose María, *Tácticas Defensivas frente a Ofertas de Adquisición Hostiles: La Experiencia Anglosajona*, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1991, págs. 355 y siguientes.

accionariado difundido. Ante una oferta de adquisición, cada accionista puede considerar que el precio ofrecido es menor al valor que asigna a las acciones, pero no obstante ello puede preferir entregar sus acciones frente a la posibilidad de no hacerlo y que los demás accionistas sí lo hagan, lo que lo llevaría a una posición peor, la de permanecer con valores sin liquidez.

Como lo expresan Jennings, Marsh y Coffee, “el problema de los accionistas puede ser explicado como una variante del dilema del prisionero. Si los accionistas consideran que la oferta es inadecuada en teoría podrían no aceptarla, pero en un mundo en el cual la fusión subsiguiente a la OPA puede ser a un precio menor (o puede implicar un pago diferido), un accionista que rehusa la oferta puede quedar en una posición peor que los accionistas que la aceptan en caso que la oferta sea exitosa. Los accionistas que rehusaron la oferta se convertirán en accionistas minoritarios en una compañía con poca liquidez. Las OPAs de dos etapas en las que le contraprestación es mayor en la primera, exacerban este problema al ofrecer una ventaja especial a aquellos accionistas que se retiran de cualquier acuerdo implícito de no entregar las acciones. En resumen, en un contexto en el que los accionistas estarían mejor si no aceptaran la oferta, es probable que los accionistas que no puedan organizarse se vean forzados a aceptar la oferta⁽²⁹⁾”.

Es importante subrayar que el efecto coercitivo se presenta principalmente en las OPAs parciales, en las cuales el accionista que no acepta la oferta puede quedar a merced de un nuevo controlador y con valores de poca liquidez⁽³⁰⁾. Sin embargo, también en las OPAs por el 100% puede existir algún grado de coerción en la medida que existe dificultad para que los accionistas cuenten con la información necesaria y actúen coordinadamente en resguardo de sus intereses. De hecho, la finalidad principal de la regulación de los plazos y la información en la OPA es reducir o eliminar este efecto de coerción, procurando que los accionistas cuenten con los datos y el tiempo necesarios para evaluar la oferta.

Es en este contexto que se plantea la intervención de la administración como un medio para solucionar los problemas de acción colectiva

enfrentados por accionistas aislados frente a una oferta de adquisición. Así como la administración centralizada en las sociedades anónimas sirve para solucionar los problemas de acción colectiva que enfrenta un grupo numeroso de accionistas respecto a la gestión de la sociedad, puede también ofrecer un mecanismo para promover el mejor interés de los accionistas en una operación de cambio de control. Los administradores, contando con el poder que les otorgan las medidas preventivas puestas en práctica por la sociedad, o con la posibilidad general de adoptar medidas defensivas, estarían en mejor pie para negociar con los potenciales adquirentes de la sociedad las condiciones más beneficiosas para los accionistas, o simplemente para rechazar una oferta inadecuada.

Se ha sostenido así que el uso de medidas defensivas es un medio perfectamente apropiado para maximizar el beneficio de los accionistas de la sociedad ante una OPA y evitar los problemas de coerción que éstas pueden irrogar. En este sentido, se ha señalado que “las medidas defensivas pueden proporcionar al directorio un tiempo valioso durante el cual evaluar la oferta y determinar la respuesta correcta” y que “una sociedad que emplea medidas preventivas puede mejorar su capacidad de disuadir ofertas coercitivas o inadecuadas o asegurar la percepción de una prima elevada en el caso de la venta del control de la compañía⁽³¹⁾”.

4.3 Tesis intermedia: la obligación de subastar.

Lucien Bebchuck ha propuesto una regla intermedia, conforme a la cual ante una OPA se debe tender a generar una subasta de la empresa. Este autor se opone a las medidas defensivas que no tengan el objetivo de permitir que se realice la subasta. Señala Bebchuck: “Apoyo una regla que 1) regula a los oferentes para proporcionar tiempo para que surjan ofertas competidoras; y 2) permite a los administradores solicitar ofertas competidoras entregado información a los oferentes potenciales⁽³²⁾”.

Para Bebchuck, lo que se debe buscar es que los accionistas dispersos de la compañía puedan comportarse como un propietario individual. Este autor

(29) JENNINGS, MARSH Y COFFEE. Op. Cit.: pp. 654-655.

(30) Ver. GARCIA DE ENTERRIA. *La OPA Obligatoria*. p. 270 y ss.

(31) WATCHEL, LIPTON, ROZEN & KATZ. Op. Cit.: p. 35.

(32) BEBCHUCK, Lucien. *The case for facilitating tender offers: A reply and extension*. En: 35 Stanford Law Review, 23, tomado de ROMANO, Roberta: *The Foundations* Op. Cit: p. 265.

señala que, en primer lugar, un propietario individual tiene la libertad de aceptar una oferta de compra que se le hace, mientras que en las sociedades de accionariado disperso la administración puede bloquear esa posibilidad. Propone, en consecuencia, que se prohíba a la administración adoptar medidas que obstruyan las ofertas hechas a los accionistas.

En segundo lugar, un propietario individual tiene la posibilidad de buscar otras ofertas, a fin de enajenar sus bienes al mejor precio. Puede demorar la aceptación de la oferta inicial mientras busca otras alternativas. Sin embargo, bajo la coerción que con frecuencia se presenta en las OPAs, los accionistas dispersos no pueden lograr este efecto. Para tal efecto, entonces, la regla propuesta por Bebchuck asegura la demora regulando a los oferentes y permite a los administradores proporcionar información a otros oferentes potenciales.

Finalmente, un oferente individual tiene la libertad no sólo de aceptar una oferta sino también de rechazar, aunque fuera temporalmente, todas las ofertas que se le hagan. El efecto coercitivo de las OPAs, sin embargo, evita que los accionistas dispersos tomen este curso de acción. Bebchuck propone como solución a este problema que se permita a los accionistas aceptar la OPA votando a la vez sobre la conveniencia de ésta. Independientemente del número de acciones entregadas en la OPA, ésta sólo triunfará si la mayoría de los accionistas la consideran conveniente.

4.4 La evidencia empírica.

La evidencia empírica sobre el efecto de las medidas defensivas en el bienestar de los accionistas no es clara. Por un lado, Easterbrook y Fischel señalan que “las empresas que adoptan medidas de protección contra OPAs experimentan inmediatamente reducciones en el precio de sus acciones. Las ‘poison pills’, que son el principal mecanismo que puede utilizarse sin el consentimiento de los inversionistas, produce una pérdida en promedio de 0.34 por ciento⁽³³⁾”.

En cambio, la firma de Watchel, Lipton, Rosen y Katz afirma que “todos los bancos de inversión importantes que han estudiado la materia han concluido que la adopción de planes de derechos para accionistas

no tiene efecto en el precio de las acciones de compañías que no son objeto de especulación respecto a la posibilidad de una OPA⁽³⁴⁾”. Señala también que se ha demostrado que “las compañías con planes de derechos reciben primas sustancialmente mayores que las empresas que no cuentan con tales planes⁽³⁵⁾”.

Aparentemente, ambas posiciones son correctas en parte. Vista la cuestión *ex-ante* y de manera general, la adopción de *poison pills* puede reducir el precio de las acciones de la empresa. Sin embargo, en el caso que se lance una OPA, las primas pagadas en sociedades que cuentan con medios de protección son mayores que el promedio.

5 Las medidas de protección en el Derecho Comparado.

5.1 El Derecho Norteamericano.

5.1.1 Introducción.

En el Derecho Norteamericano, el tema de las medidas defensivas forma parte principalmente del Derecho de Sociedades, por lo que su regulación corresponde a los derechos estatales, aunque algunos temas específicos han sido objeto de regulación del nivel federal. Dada la preeminencia que tiene el estado de Delaware en materia de Derecho de Sociedades, al ser el lugar de constitución de gran parte de las más importantes sociedades de los Estados Unidos, en este breve resumen nos basaremos en el Derecho de dicho estado.

5.1.2 El punto de partida: la “business judgement rule” y el “entire fairness standard”.

Al describir el tratamiento aplicable a las medidas de protección ante OPAs en los Estados Unidos, conviene partir del régimen básico de revisión judicial de las decisiones de los administradores de las sociedades, la llamada “business judgement rule”.

Como se sabe, en el Derecho Societario norteamericano -igual que en nuestro Derecho- los directores tienen frente a los accionistas el deber de comportarse con diligencia y lealtad en resguardo de

(33) EASTERBROOK y FISCHEL, Op. Cit.; p. 196.

(34) WATCHEL, LIPTON, ROZEN & KATZ. Op. Cit.; p. 38.

(35) Ibid. p. 39.

los intereses de éstos. Conforme a la “*business judgement rule*”, la corte otorga una gran deferencia a las decisiones de los administradores en asuntos de su competencia, a los que se considera expertos en la materia. Bajo esta regla, entonces, “un director o funcionario que hace un juicio de negocios de buena fe cumple sus deberes si: 1) no tiene interés personal en el tema materia del juicio de negocios; 2) está informado con respecto al tema materia del juicio de negocios en la medida que el director o funcionario razonablemente considera apropiado en las circunstancias; y 3) cree razonablemente que el juicio de negocios adoptado es en el mejor interés de la compañía⁽³⁶⁾”. De esta manera, en la medida que no exista conflicto de intereses, el director se ve protegido por una presunción que protege sus decisiones tomadas razonablemente de buena fe de una revisión judicial.

En los casos en los que se demuestra la existencia de un conflicto de intereses por parte de los administradores, las cortes se apartan de la *business judgement rule* y juzgan la decisión de los directores sobre la base de la equidad total (“*entire fairness*”) de la transacción para los accionistas. En este análisis, no interesa ya si la decisión se adoptó de buena fe o con adecuada información, sino si ésta es justa en sí misma⁽³⁷⁾.

5.1.3 El análisis de proporcionalidad.

Las cortes de Delaware han desarrollado un estándar intermedio -denominado análisis de proporcionalidad- para establecer la legalidad de las medidas defensivas adoptadas por la administración ante una OPA. Este estándar es menos exigente que el de “*entire fairness*” pero más estricto que la “*business judgement rule*”.

El estándar fue enunciado por primera vez en el caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁽³⁸⁾. Mesa, propietaria del 13% de las acciones de Unocal, había lanzado una OPA en dinero por el 37% del capital a un

precio de US\$ 54 la acción, anunciando que, una vez que su oferta fuera exitosa, adquiriría las acciones restantes entregando a cambio títulos a los que asignaba un precio de US\$ 54, pero cuyo valor de mercado claramente era menor. El Directorio de Unocal (que incluía una mayoría de directores independientes) decidió efectuar una OPA por el 49% de las acciones de la misma empresa, entregando a cambio títulos con un valor de US\$ 72. Mesa fue excluida de esta oferta.

La Corte Suprema de Delaware respaldó la legalidad de la maniobra defensiva señalando que su adopción había sido motivada por una preocupación de buena fe en el bienestar de la compañía y que la respuesta dada había sido proporcional a la percibida amenaza. Conforme a esta regla, en primer lugar, el Directorio debe probar que tiene “bases razonables para pensar que existía un peligro efectivo para la sociedad”, lo que puede acreditarse a través de los procedimientos de análisis seguidos por el directorio. El segundo elemento es que las medidas defensivas adoptadas sean “razonables con relación a la amenaza percibida”.

Bajo el análisis de proporcionalidad, el directorio de una sociedad puede adoptar medidas defensivas o rehusarse a desmontar medidas preventivas, con la finalidad de proteger a los accionistas de lo que de buena fe y razonablemente consideran una amenaza. Tal sería el caso, por ejemplo, de una oferta coercitiva (por ejemplo, una OPA parcial en la que existe la posibilidad de un precio menor en el segundo tramo). El directorio también tiene la potestad de rechazar una oferta que no es coercitiva, cuando lo hace con la finalidad de lograr un mayor beneficio para los accionistas a través de un plan a largo plazo⁽³⁹⁾.

5.1.4 El deber de vender al mejor precio.

Otra regla especial desarrollada por la jurisprudencia de Delaware con relación a las OPAs es la que establece que, en aquellos casos en los que se ha decidido o se ha vuelto inevitable la venta de la

(36) AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance* (1994). Sección 4.01.

(37) AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance* (1994). Sección 5.02.

(38) 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

(39) Este principio fue reconocido en el Derecho norteamericano en el caso *Paramount Communications, Inc. v. Time Incorporated*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990). En el caso, *Time Incorporated* y *Warner* habían acordado su fusión, cuando *Paramount* lanzó una OPA hostil sobre *Time*. El Directorio de *Time* adoptó diversas acciones defensivas para proteger la fusión con *Warner*. La Corte Suprema de Delaware respaldó la legalidad de dichas medidas señalando que la administración no tenía la obligación de dejar de lado los planes de largo plazo que tenía para la sociedad ante el lanzamiento de una OPA. Señaló la corte que “los directores no tienen la obligación de dejar de lado un plan empresarial diseñado deliberadamente para buscar una ganancia de corto plazo para los accionistas, a no ser que la estrategia empresarial carezca claramente de sustento”.

compañía, los directores tienen el deber de procurar que la venta se realice al mejor precio posible, independientemente del comprador.

Esta regla fue enunciada en el caso *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*⁽⁴⁰⁾. Se señaló que en los casos en los que la transferencia del control deviene inevitable, las tácticas defensivas deben cesar y el rol del directorio debe dirigirse a obtener el mejor precio posible en la venta. En casos posteriores se ha señalado que este deber surge sólo cuando hay un cambio en la naturaleza del control -es decir cuando el control de la sociedad va a pasar a las manos de un tercero- y no cuando simplemente va a pasar a otro grupo de accionistas dispersos.

5.1.5 Casos especiales.

Hay ciertas medidas defensivas específicas que han sido prohibidas o desincentivadas a través de regulaciones especiales de nivel federal.

5.1.5.1 Compras selectivas.

Las recompras de acciones que excluyen al oferente inicial -del tipo de la realizada en el caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*- han sido afectadas por regulaciones dictadas por la Securities and Exchanges Commission (SEC). Mediante reglamento, la SEC ha establecido que si la oferta de recompra de la sociedad objeto de la OPA inicial constituye también una OPA ("*tender offer*"), entonces debe sujetarse a reglas iguales a las fijadas para éstas. Ello impide, por ejemplo, excluir al oferente inicial de la oferta de recompra de acciones.

5.1.5.2 *Greenmail*.

Las compras selectivas al oferente inicial a un mayor precio han sido desincentivadas a través del tratamiento tributario. La legislación federal sobre impuestos establece que las ganancias obtenidas por la venta a la sociedad objeto de la OPA de acciones por parte de un potencial oferente hostil, están gravadas con una sobretasa de 50%.

5.1.5.3 *Golden parachutes*.

Una regla similar a la aplicable al *greenmail* se ha dictado para los *golden parachutes*. Los pagos a administradores contingentes a la existencia de un cambio de control, cuyo importe supere la remuneración anual promedio del funcionario de los últimos cinco años, están sujetos a una sobretasa de 20% de cargo del receptor y no son deducibles por la empresa.

5.2 El Derecho europeo.

El punto de partida en el tratamiento de las maniobras defensivas en el Derecho europeo es el Principio General 7 del City Code on Takeovers and Mergers, que establece la denominada "*passivity rule*". Este principio prescribe: "*At no time after a bona fide offer has been communicated to the board of the offeree company, or after the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, may action be taken by the board of the offeree company in relation to the affairs of the company, without the approval of the shareholders in a general meeting, which could effectively result in any bona fide offer being frustrated or in the shareholders being denied an opportunity to decide on its merits*"⁽⁴¹⁾.

El mismo principio ha sido recogido en el artículo 14.1 del Reglamento de OPAs español⁽⁴²⁾, que señala: "A partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la Sociedad afectada, el órgano de administración de la Sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la Sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios". Normas similares han sido incluidas en los ordenamientos jurídicos de otros países europeos⁽⁴³⁾.

Es de notar que la *passivity rule* afecta a los órganos de administración de la sociedad. No afecta la

(40) 506 A 2d. 173 (Del. 1986).

(41) Cabe indicar que el *City Takeover Code on Takeovers and Mergers* no es una norma legal. Este código es parte del esquema de autorregulación del mercado financiero británico. Ver MAYSON, Stephen, FRENCH, Derek y RYAN, Christopher. *Company Law*. Blackstone Press Limited, 1997. p. 227-228. El estado de la cuestión en el Derecho es menos claro. Ibid, p. 481 y ss.

(42) Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre las ofertas públicas de adquisición de valores.

(43) Ver. SANCHEZ CALERO, Fernando. *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS)*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993. p. 374 y ss.

posibilidad de que los accionistas reunidos en junta acuerden poner en práctica determinadas medidas preventivas a propuesta de los administradores. De otro lado, no existe un principio similar para las medidas preventivas. Éstas pueden adoptarse sujetas a lo que establezca el Derecho de Sociedades de cada país.

6 Las medidas de protección en el Derecho peruano.

El tratamiento legal de las medidas de protección contra OPAs en el Derecho peruano no ha recibido mayor análisis, a pesar de que, desde 1997, existen disposiciones expedidas por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) que regulan este fenómeno. A continuación se presenta una primera aproximación a este tema, realizando ciertos comentarios al tratamiento en la legislación vigente.

6.1 La competencia de los órganos sociales para actuar ante una OPA.

La primera cuestión a abordar al analizar el régimen de las medidas de protección en el Derecho peruano, es si, en general, tratándose de una operación de transferencia de acciones o de cambio de control, tienen los órganos de la sociedad competencia sobre la materia, o si, se trata de una decisión que corresponde a cada accionista a título individual.

Creo que el tema debe enfocarse distinguiendo lo que es el contenido mismo del acto o medida de que se trata, de la finalidad que se persigue con ésta. Ambos planos son relevantes para juzgar la actuación de los órganos sociales, pero el análisis en cada uno es claramente distinto.

Al analizar el contenido mismo del acto o medida, de lo que se trata es de evaluar si dicho acto o medida en sí cae dentro de las competencias del órgano social cuya actuación se analiza. Por ejemplo, si la medida defensiva que se evalúa es la disposición de un activo de propiedad de la sociedad, o el otorgamiento de una opción de compra respecto a tal activo, lo que debe determinarse es si esa acción es de competencia del directorio o de la junta general de acuerdo con las disposiciones del estatuto y de la Ley General de Sociedades. Bastará verificar que el asunto es de competencia del órgano para que este requisito se considere cumplido. En este sentido, por ejemplo,

si el valor del activo que se vende no es superior al 50% del capital social, el asunto será normalmente de competencia del directorio.

Una cuestión por entero distinta es la de evaluar la finalidad del acto o medida, lo que implica establecer si el órgano social ha ejercido debidamente sus competencias. Volviendo al ejemplo anterior, la disposición del activo se podría haber realizado con la finalidad de reemplazarlo por uno más moderno o alguna razón similar, o, en cambio, con la finalidad de hacer menos atractiva la adquisición para un potencial oferente hostil. El análisis, al respecto, deberá ser entonces si el acto u operación tiene un propósito lícito o si es lesivo para la sociedad en beneficio de algunos accionistas.

En este sentido, consideramos que no cabe discutir la competencia de los órganos sociales para adoptar decisiones relativas a actos u operaciones que objetivamente están dentro de las competencias atribuidas por la Ley General de Sociedades y por el estatuto, por el hecho de que tales actos u operaciones constituyan medidas defensivas. Este último elemento tiene que ver con la finalidad de la operación y no con la competencia del órgano para acordarla, y debe analizarse de conformidad con las disposiciones de la ley aplicables a los acuerdos lesivos o con finalidad ilícita.

Las OPAs hostiles, la respuesta de las sociedades objeto de ellas y la licitud de las medidas de protección constituyen uno de los temas que mayor análisis y discusión motivan en el Derecho societario contemporáneo

6.2 El artículo 44 inciso c) del Reglamento de OPAs.

6.2.1 Antecedentes.

El inciso c) del artículo 44 del Reglamento Ofertas Públicas de Adquisición y de Compra de Valores

Mobiliarios aprobado por la CONASEV⁽⁴⁴⁾ (en adelante, “el Reglamento”) establece lo siguiente: “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 oferente, tales como la emisión de acciones u otros valores, la celebración de contratos de opción o de disposición de activos sociales, entre otros.

No es de aplicación esta prohibición cuando dichos actos han sido acordados, convalidados o aceptados por la totalidad de los accionistas del emisor”.

La fuente en la que CONASEV parecería haberse inspirado en esta disposición es el artículo 14.1. del Reglamento español sobre OPAs, que establece que “A partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la Sociedad afectada, el órgano de administración de la Sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la Sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios”.

Sin embargo, la norma peruana se aparta de la disposición del reglamento español en que: (i) las prohibiciones tienen vigencia desde que se toma conocimiento de la “eventual formulación de una OPA” y no desde que ésta entra en vigencia; (ii) se impone a los integrantes del directorio un deber de neutralidad entre oferentes que no existe en la normativa española; y (iii) en la norma peruana se exige unanimidad para la aprobación de las medidas por los accionistas, exigencia que no se da en el caso de la normativa española.

El texto actual del inciso c) del artículo 44 del Reglamento corresponde a las modificaciones

introducidas en diciembre de 2000. Anteriormente, la norma señalaba que “durante la vigencia de la OPA, se considera sancionable la realización o concertación, por parte del Emisor o de las personas vinculadas a su grupo económico, de cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad y cuyo propósito sea perturbar el desarrollo de la oferta. No es de aplicación esta prohibición cuando dicha operación ha sido acordada por la junta general de accionistas del Emisor”.

6.2.2 Restricciones a la actuación de la administración.

El Reglamento establece ciertos mandatos y prohibiciones aplicables a “los órganos de administración del emisor”. Estas prohibiciones y mandatos son aplicables, pues, al directorio y a la gerencia de la sociedad emisora de las acciones que son objeto de la OPA⁽⁴⁵⁾.

En primer lugar, el Reglamento prescribe que los órganos de administración del emisor “deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales oferentes, priorizando en todo momento el interés de los accionistas”. Se trata en realidad de dos mandatos distintos: el de actuar con neutralidad frente a potenciales oferentes y el de priorizar el interés de los accionistas. Este último deriva del mandato contenido en el artículo 171 de la Ley General de Sociedades en el sentido que “los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal”. Sin embargo, como se verá más adelante, este deber no necesariamente coincide con la neutralidad entre oferentes en el contexto de una OPA que ordena el mismo Reglamento.

Por otro lado, el Reglamento prohíbe a la administración la realización de actos que no sean del giro ordinario de la sociedad y cuya consecuencia sea perturbar el desarrollo de la OPA. Es importante notar que deben cumplirse dos requisitos para que un acto caiga bajo la prohibición. De un lado, el acto no debe corresponder al giro ordinario de los negocios sociales; y, de otro lado, debe tener el efecto de perturbar el desarrollo de la oferta o favorecer a un oferente.

(44) Resolución CONASEV No. 630-97-EF/94.10, publicada el 24 de octubre de 1997, con las modificaciones dispuestas por la Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10, publicada el 9 de diciembre de 2000.

(45) Ley General de Sociedades, artículo 152: “La administración de la sociedad está a cargo del directorio y de uno o más gerentes, salvo por lo dispuesto en el artículo 247”.

La prohibición opera independientemente de la intención con la que actúen los administradores. Si el acto fuera del curso ordinario de los negocios y tiene el efecto de perturbar la OPA o de favorecer a algún oferente, estará prohibido independientemente de cuál haya sido la intención de los administradores al adoptarlo. En muchos casos puede ser difícil determinar si un acto tiene el efecto de perturbar el desarrollo de la oferta. Probablemente por ello, CONASEV ha incluido en la norma algunos ejemplos, que corresponden a medidas de protección típicas: otorgamiento de opciones, disposición de activos sociales o emisión de acciones. Sin embargo, se trata meramente de ejemplos, de manera que otros actos de efecto similar también se encuentran prohibidos.

Estos deberes y prohibiciones se mantienen vigentes desde que se toma conocimiento de la eventual formulación de una OPA y hasta la publicación de su resultado. De esta manera, el inicio de las restricciones puede ser difícil de determinar en muchos casos en tanto según bastaría para el efecto el conocimiento de una mera posibilidad de lanzamiento de una OPA. Conforme a la disposición, durante el periodo de restricción, los órganos de administración están prohibidos de realizar actos que no sean del giro ordinario de la sociedad y cuya consecuencia sea perturbar el normal desarrollo de la OPA o favorecer a algún oferente. A manera de excepción, las prohibiciones no serán aplicables cuando los actos hayan sido acordados, convalidados o aceptados por la totalidad de accionistas de la sociedad.

6.2.3 Las restricciones a la actuación de la administración y el valor para el accionista.

Tanto el deber de neutralidad entre potenciales oferentes como la prohibición de medidas defensivas que contiene el artículo 44 inciso c) del Reglamento, se apoyan en una idea fundamental, que es que desde el lanzamiento de una OPA el interés de los accionistas

se identifica únicamente con el mayor precio por acción que pueda obtenerse en el proceso. De hecho, este es el esquema que impone la regulación de las OPAs en nuestro país. Lanzada una OPA, cualquiera puede presentar ofertas competidoras que mejoren los términos de la oferta inicial, y tales ofertas competidoras desplazan a la prevaleciente al momento de su lanzamiento.

El Reglamento asume que para los accionistas que entregan sus acciones en la OPA es indiferente la identidad del oferente y que el único concepto relevante es el importe de la contraprestación. Por ello, las aceptaciones son irrevocables y el lanzamiento de una oferta competidora no da derecho al accionista a retirar las acciones entregadas. Sin embargo, en la realidad de las cosas, la identidad del adquirente puede ser también un dato relevante para la decisión de aceptar la oferta. Por ejemplo, la calidad del oferente como operador puede hacer que un accionista otorgue mayor valor a la posibilidad de conservar sus acciones. Asimismo, los planes que cada adquirente tiene para la compañía son también datos relevantes para evaluar el mérito relativo de cada oferta.

Estos planes pueden ser especialmente importantes teniendo en cuenta que el Reglamento admite las OPAs parciales. Si bien el artículo 44 del Reglamento obliga al oferente a realizar una nueva OPA en caso que incremente su participación accionaria en al menos 5% durante los 12 meses siguientes a la OPA original, no existe remedio para las adquisiciones posteriores a dicho plazo⁽⁴⁶⁾. Por otra parte, ante una operación de fusión realizada en una segunda etapa, el valor al cual los accionistas de la sociedad adquirida tienen derecho a ejercer el derecho de separación puede ser sustancialmente menor al precio ofrecido en la OPA⁽⁴⁷⁾. Si un accionista no tiene el derecho a vender todas sus acciones lo racional sería evaluar las ofertas competidoras no sólo por el precio ofrecido sino también por la identidad del oferente y los planes que tiene para la empresa.

(46) El ordenamiento de las OPAs en el Perú consagra la obligación de formular una OPA para adquirir o incrementar significativamente el control en una sociedad listada, estableciendo ciertos umbrales en los que surge la obligación de formular una OPA y ciertos porcentajes mínimos del capital que han de ser objeto de la oferta. Sin embargo se admite las OPAs parciales, en cuyo caso, de haber más acciones entregadas que las que se ha ofrecido adquirir, se adjudica la OPA a prorrata entre todos los accionistas aceptantes. En otros ordenamientos -en particular el contenido en el *City Code* de Londres- se postula la obligación de lanzar una OPA por el 100% de las acciones. Ver generalmente, GARCIA DE ENTERRIA. *La OPA Obligatoria...* Op. Cit. y FERNANDEZ-ARMESTO. Op. Cit.

(47) La Ley General de Sociedades señala que el derecho de separación se ejerce, a falta de acuerdo, a la cotización promedio ponderada del último semestre o, a falta de cotización, al valor en libros.

Por otro lado, es posible que la oferta inicial no se produzca espontáneamente, sino que sea el resultado de una operación negociada con una empresa en particular. Esta operación puede ser parte de un plan a mediano o largo plazo para la compañía. No resulta razonable que, en este contexto, el deber de los administradores sea dejar de lado esos planes de mediano o largo plazo y adoptar absoluta neutralidad entre los potenciales oferentes.

En este contexto, el deber de priorizar los intereses de los accionistas sobre los propios puede llevar a los directores a preferir un oferente frente a otro. No siempre el mayor beneficio a los accionistas se obtendrá a través de la subasta de las acciones de la compañía al mejor postor⁽⁴⁸⁾.

6.2.4 Las medidas preventivas.

Es importante mencionar que las prohibiciones que se establecen en el inciso c) del artículo 44 del Reglamento no resultan aplicables a las medidas preventivas -es decir adoptadas antes de la OPA- en la medida que éstas operen sin necesidad de actuación de los órganos de administración de la sociedad durante la OPA. Ello se debe a que la prohibición está referida a “realizar o concertar” cualquier acto desde que se toma conocimiento de la eventual formulación de una OPA hasta que concluya ésta. De tal forma, no se encuentra prohibida la concertación previa de operaciones que se encuentren sujetas a condición suspensiva consistente en el lanzamiento de una OPA o la adquisición de una participación significativa por un tercero.

En este sentido, por ejemplo, si bien no estaría permitido que la administración de la sociedad realice actos de disposición de activos o de asunción de obligaciones desde que se conoce la intención de realizar una OPA por parte del oferente hostil hasta que la OPA concluya, no estaría prohibida la concertación previa de este tipo de contratos, sujetos a condición suspensiva consistente en determinado evento relacionado con una OPA hostil. En la medida que estos acuerdos no requieran de una actuación de la administración para adquirir eficacia, no podrán ser

cuestionados en función a las prohibiciones contenidas en el Reglamento de OPA.

Este tipo de medida fue utilizado en la OPA lanzada por Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.A. sobre Compañía Cervecera del Perú S.A.A. en marzo de 2000. En ese caso, en el prospecto de OPA se informó que la sociedad objeto de la oferta “ha vendido los elementos de propiedad industrial e intelectual referidos a la marca Cuzqueña al Oferente mediante un contrato de compraventa, el cual surtirá efectos en caso que el Oferente no adquiriera al menos el 89.05% de acciones emitidas por el Emisor como resultado de esta OPA”. De esa manera, el contrato celebrado desincentivaba el lanzamiento de ofertas competidoras, ya que, de prevalecer éstas, el adquirente hostil habría adquirido las acciones de Compañía Cervecera del Perú S.A.A., pero no su reconocida marca Cuzqueña.

6.2.5 La actuación de las personas del grupo económico del emisor.

En el texto original del inciso c) del artículo 44 del Reglamento se estableció que las prohibiciones a las medidas defensivas eran aplicables al emisor y a las demás sociedades de su grupo económico. Sin embargo, el texto de la disposición reglamentaria vigente actualmente hace referencia sólo al emisor y no a las demás personas que forman parte de su grupo económico. Por lo tanto, no existiría restricción para estas últimas.

Este hecho puede permitir que una persona del grupo económico del emisor pueda adoptar acciones defensivas que, a la luz del Reglamento, resultaría prohibidas para este último. Tal sería el caso de la adquisición de acciones del emisor, por parte de una persona vinculada a éste o al grupo de control. Conforme al inciso d) del artículo 44 del Reglamento, el oferente inicial y los oferentes competidores están prohibidos de adquirir los valores objeto de la OPA fuera de ésta. Asimismo, de acuerdo con el inciso e) del mismo artículo, “durante la vigencia de la OPA toda oferta de adquisición respecto de los mismos valores debe formularse como oferta competidora”. Sin

(48) El propio Reglamento parece aceptar este criterio, cuando impone al directorio la obligación de “emitir un informe fundamentado indicando las ventajas y desventajas de aceptar la OPA formulada, detallando sus observaciones a favor o en contra...” al lanzarse ésta o una oferta competidora. Si el precio es el único criterio relevante para determinar la conveniencia de una oferta, carecería de sentido la amplitud con la que se ha establecido el deber del directorio.

embargo, no se suspende la negociación de las acciones y cualquier persona fuera del oferente inicial o los oferentes competidores puede adquirir acciones directamente siempre que no incurra, a su vez, en la obligación de efectuar una OPA.

Por ejemplo, en la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV No. 019-2001-EF/94.12, este órgano se pronunció sobre las adquisiciones de acciones de Compañía Minera Atacocha S.A.A. que habían realizado durante la OPA personas pertenecientes al denominado “Grupo Gallo”, accionista principal de la compañía antes de la OPA. Si bien CONASEV concedió la medida cautelar de suspensión de los derechos políticos de las acciones que se le había solicitado, indicó en la parte considerativa de la resolución que la adquisición directa de acciones durante una OPA por una persona vinculada al emisor no es ilícita en sí, sino sólo si se genera obligación de lanzar una OPA por cruzarse alguno de los umbrales establecidos en el Reglamento o por existir una estrategia preconcebida para adquirir el control. El Tribunal señaló que “de evidenciarse una conducta por parte del Grupo Gallo para adquirir el control de Atacocha materializado en el cruce de los umbrales establecidos en el artículo 6 del Reglamento de OPA, o en el establecimiento de una política encaminada a dicho fin, se generaría la obligación de efectuar una OPA”.

6.2.6 Limitaciones a la actuación de la junta general.

Un aspecto muy particular de la disposición bajo análisis es su previsión en el sentido que no será de aplicación la prohibición a las medidas defensivas “cuando dichos actos han sido acordados, convalidados o aceptados por la totalidad de accionistas del emisor”. Este aspecto es particular, porque, independientemente de la legalidad de la disposición (que se analiza a continuación) su efecto sería limitar la actuación de la propia junta general en una materia de su competencia. De hecho, este aspecto de la norma carece -hasta donde he podido averiguar- de antecedentes a nivel internacional.

En efecto, como se ha visto, las limitaciones a las medidas de prevención contra las OPAs surgen

siempre ante la constatación del potencial conflicto de intereses entre administradores y accionistas. De esa forma, lo que se busca con la regulación de las medidas defensivas es evitar que los administradores utilicen sus facultades legales para adoptar acuerdos o realizar actos cuya finalidad sea beneficiarlos personalmente -por ejemplo, permitir su mantenimiento en el cargo- y que por eso mismo perjudiquen a los accionistas. Evidentemente, esa preocupación no tiene cabida cuando se analiza los acuerdos o actos realizados por los propios accionistas.

El artículo 111 de la Ley General de Sociedades establece que “La junta general de accionistas es el órgano supremo de la sociedad. Los accionistas constituidos en junta general debidamente convocada, y con el quórum correspondiente, deciden por la mayoría que establece esta ley los asuntos propios de su competencia. Todos los accionistas, incluso los disidentes y los que no hubieren participado en la reunión, están sometidos a los acuerdos de la junta general”. Como lo señala Elías Laroza “la junta general de accionistas es un órgano de la sociedad. Ello significa que hay una evidente distinción entre la voluntad que emana del órgano, que es parte inseparable de la sociedad misma, y la voluntad individual del socio o de los socios. Como consecuencia de lo anterior, estamos ante un órgano de formación de la voluntad social⁽⁴⁹⁾”. La voluntad de la sociedad se forma, en los asuntos de competencia de la junta general, en el seno de este órgano, con los requisitos de quórum y mayoría que establece la ley.

Aparentemente el Reglamento confunde la voluntad individual de los accionistas con la voluntad de la sociedad. Si, ante una OPA, la sociedad decide adoptar determinadas medidas defensivas en el seno de la junta, corresponde únicamente aplicar los requisitos de quórum y mayorías establecidos en la ley. Evidentemente, la decisión deberá versar sobre temas de competencia de la junta general -como la disposición de ciertos activos, o la modificación del estatuto o el aumento del capital. Además, la decisión de la junta deberá ser adoptada con una finalidad lícita y los acuerdos que lesionen, en beneficio directo o indirecto de uno o más accionistas, los intereses de la sociedad, podrán ser impugnados. Sin embargo, como

(49) ELIAS LAROZA, Enrique. *Ley General de Sociedades*. Trujillo: Normas Legales, 1998. p. 239.



se ha visto, ello no implica que la Junta carezca de competencia sobre la materia.

Por otra parte, el requisito de aprobación por todos los accionistas que se ha impuesto implica, en la práctica, una prohibición absoluta de las maniobras defensivas. Bastará al oferente hostil o una persona vinculada poseer una acción de la compañía objetivo para que se imposibilite la acción defensiva.

6.2.7 Legalidad del artículo 44 inciso c).

Un aspecto que surge ante la lectura del inciso c) del artículo 44 del Reglamento es su falta de base legislativa. Como se sabe, la potestad reglamentaria de la administración, siendo una potestad derivada, debe ejercerse estrictamente dentro del marco de acción concebido por la ley autoritativa. Ello es especialmente cierto tratándose de normas limitativas de derechos, como el inciso c) del artículo 44 del Reglamento de OPAs.

En este caso, sin embargo, la Administración no ha sido apoderada por ley para dictar normas

restrictivas de la libertad de actuación de los órganos de una sociedad anónima ante una Oferta Pública de Adquisición. El artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores, que da a la CONASEV facultades para regular las OPAs, señala a la letra: “Corresponde a CONASEV dictar las normas sobre preparación, publicación e información a que deben sujetarse las personas naturales o jurídicas que efectúen ofertas públicas a que se refiere el presente Subcapítulo, los alcances del concepto de participación significativa y de incremento de participación significativa, los plazos de las ofertas, la aceptación y la contraoferta de la oferta pública, así como los supuestos de excepción a la obligación de efectuar las correspondientes ofertas públicas. CONASEV está facultada para requerir a cualquiera de las partes intervinientes toda la información relativa a la oferta pública y a exigir las subsanaciones y complementos del caso, cuando estime que la información proporcionada es incompleta, inexacta o falsa”.

Resulta claro, entonces, que no se ha atribuido a CONASEV la facultad de normar la actuación de los órganos de administración del emisor ante una OPA. Contrasta esta situación, por ejemplo, con el caso español, en el que el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores expresamente faculta a la Administración a fijar “las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta⁽⁵⁰⁾”.

Cabe indicar que la atribución de competencias entre los órganos de una sociedad anónima es materia regulada por la Ley General de Sociedades, la misma que establece también los requisitos de validez de los acuerdos de dichos órganos y las restricciones y limitaciones a su actuación. No cabe, entonces, que estas materias sean reguladas -por lo demás, en un sentido diferente al que establece la ley- por un simple reglamento. Como lo expresa García de Enterría, “la dualidad de fuentes escritas se ordena alrededor de un principio básico: la absoluta prioridad de la Ley, expresión de la voluntad de la comunidad, sobre el Reglamento, expresión de la voluntad subalterna de la administración⁽⁵¹⁾”.

(50) Aún en este caso, sin embargo, se argumenta por la necesidad de regular la figura en una norma con rango de Ley. Ver GARCÍA DE ENTERRÍA. *Mercado de Control* Op. Cit; p. 173.

(51) GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y REMON-FERNANDEZ, Tomás, *Curso de Derecho Administrativo*. Tomo I. Madrid: Civitas, 1997. p. 230.

6.3 La insuficiencia de la legislación societaria.

Se ha visto que la regulación de la actuación de la administración ante una OPA contenida en el artículo 44 inciso c) del Reglamento presenta ciertos inconvenientes y tiene graves problemas desde el punto de vista de la legalidad. En este acápite se revisará brevemente las disposiciones de la Ley General de Sociedades para determinar si proporcionan una adecuada regulación de la actuación de los órganos societarios ante una OPA.

El artículo 171 de la Ley General de Sociedades establece que los directores deben desempeñar el cargo “con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal” y el artículo 177 señala que responden personalmente por los daños y perjuicios que causen “por los acuerdos o actos contrarios a la ley, al estatuto o por los realizados con dolo, abuso de facultades, o negligencia grave⁽⁵²⁾”. El cumplimiento del mandato del artículo 171 debería llevar a que los directores actúen cuidando del interés de los accionistas como si fuera el propio y adopten las medidas que consideren más razonables para proteger los intereses de éstos. Sin embargo, debe notarse que si bien de acuerdo con el artículo 171 de la Ley General de Sociedades los directores tienen el deber de actuar con diligencia, conforme al artículo 177 (fuera de los casos de acuerdos contrarios a la ley o al estatuto) sólo responden por dolo, abuso de facultades o negligencia grave. Existe, pues, el amplio campo de la culpa leve en el cual el director falta a su deber, pero no es responsable. La limitación a la responsabilidad contenida en el artículo 177 disminuye los incentivos a los integrantes del directorio a actuar con diligencia y lealtad en resguardo del interés de los accionistas.

Por otro lado, el artículo 180 de la Ley General de Sociedades señala que “los directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados” y que “el director que en cualquier asunto tenga interés en contrario al de la sociedad debe manifestarlo y abstenerse de participar en la deliberación y resolución

concerniente a dicho asunto”. La violación de dichas disposiciones es causal de responsabilidad.

La aplicación conjunta de las normas de los artículos 171, 177 y 180 de la Ley General de Sociedades en el contexto de una OPA hostil, conduciría, en mi opinión, a un estándar en el que, en primer lugar, los directores responderán siempre que, existiendo intereses en contrario, no los hubieran revelado y se hubieran abstenido de participar en la deliberación y votación de los asuntos concernientes a la conducta de la sociedad frente a la OPA. Hay que notar, sin embargo, dos dificultades con el concepto de interés en contrario. La primera tiene que ver con la naturaleza de éste y su aplicación en el caso de una OPA hostil. ¿El sólo hecho de que sea presumible que de resultar exitosa la OPA el nuevo adquirente promoverá una nueva designación de directores reemplazando a los actuales, determina la existencia de “interés en contrario” de acuerdo a nuestra ley? La noción de los términos “conflicto de intereses” e “interés en contrario” en la doctrina nacional no es clara⁽⁵³⁾. Sin embargo, como se ha visto, atendiendo al derecho comparado y a la doctrina extranjera, parece incuestionable que este es un caso de intereses en contrario o de conflicto de intereses.

Por otro lado, es importante también notar que el artículo 180 de la Ley General de Sociedades habla de interés en contrario al de la sociedad. Podría plantearse entonces la cuestión de si el interés social se identifica con el interés de los accionistas o si es un concepto más amplio. Es de notar, además, que en una OPA hostil existirá muchas veces conflicto entre accionistas. El accionista que detenta el control, por ejemplo, podrá estar opuesto a la oferta, mientras que los demás accionistas pueden desear la posibilidad de vender sus acciones. En ese caso, parecería difícil asimilar el interés de la sociedad al de un grupo de accionistas en particular.

A todo ello debe sumarse el hecho de que la violación de los artículos 171 y 180 de la Ley General de Sociedades da lugar a responsabilidad de los directores, pero no constituye en sí misma causal de

(52) Nótese que si bien de acuerdo con el artículo 171 de la Ley General de Sociedades los directores tienen el deber de actuar con diligencia, conforme al artículo 177 (fuera de los casos de acuerdos contrarios a la ley o al estatuto) sólo responden por dolo, abuso de facultades o negligencia grave. Existe, pues, el amplio campo de la culpa leve en el cual el director falta a su deber, pero no es responsable.

(53) ELIAS LAROZA, Enrique. Op. Cit.; p. 282 y ss.

invalidez de los acuerdos adoptados. De acuerdo con lo previsto en el artículo 38 de la Ley General de Sociedades, los acuerdos adoptados por el directorio en el contexto de una OPA hostil serán nulos si, entre otros casos, lesionan los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o más accionistas. En el caso de las medidas defensivas ello sucederá sólo en tanto haya un perjuicio para la sociedad y, además, se considere que el efecto de la medida es beneficiar a un grupo particular de accionistas (por ejemplo, el controlador).

Por último, es importante tener presentes las dificultades prácticas de aplicación de las disposiciones citadas. En nuestro medio, no es frecuente el inicio de acciones de responsabilidad contra los integrantes del directorio de una sociedad anónima. El inicio de la acción social de responsabilidad requiere la aprobación de accionistas que representen al menos el 30% de las acciones con derecho a voto. Por otro lado, aun en caso que pudiera iniciarse una pretensión individual de responsabilidad, por tratarse de un daño directo al accionista, las dificultades de un proceso judicial y la poca probabilidad de obtener un resarcimiento significativo hacen que este tipo de acciones no constituya un medio eficaz para regular la conducta de los administradores ante una OPA hostil. Las acciones de impugnación de acuerdos enfrentan también las mismas dificultades, propias de los procesos judiciales. Tanto en ellas como en las acciones de responsabilidad se dan, igualmente, en mayor o menor medida, las dificultades de coordinación entre accionistas en la defensa de sus intereses conjuntos que se ha revisado anteriormente.

Cabe preguntarse entonces cuál debiera ser el estándar aplicable a la actuación de los órganos sociales ante una OPA hostil. Como se ha visto, en el Derecho comparado prevalecen dos soluciones distintas a este problema. La tendencia en el Derecho norteamericano es confiar en el juicio de negocios de los administradores respecto a las respuestas más adecuadas frente a una OPA hostil, en la medida que no exista conflicto de intereses (por ejemplo, por ser las decisiones adoptadas por directores sin vinculación con la gerencia de la compañía) y siempre que las acciones adoptadas por el directorio sean proporcionales a la amenaza percibida. Se busca, entonces, un control *ex-post* de las decisiones de los

administradores. En cambio, la tendencia en el Derecho europeo, basada en el City Code británico, es la de proscribir las medidas defensivas adoptadas por la administración. Conforme a esta posición, las medidas defensivas sólo serán válidas si son aprobadas por la Junta General de Accionistas.

En teoría, en la medida que no exista conflicto de intereses, el juicio independiente y razonable de los integrantes del directorio de la sociedad respecto de la reacción apropiada frente a una OPA hostil y los acuerdos que al respecto adopte en materias de su competencia debería ser respetado. Sin embargo, las dificultades prácticas en la aplicación de este tipo de normas hace aconsejable un estándar más parecido al europeo. Este es, por lo demás, el que está contenido en el Reglamento, aunque, como se ha observado, la norma actual presenta problemas tanto desde el punto de vista de su contenido, como desde el punto de vista de su legalidad.

Por ello, considero que resultaría recomendable que se establezca, en una disposición con rango de ley, que los órganos de administración de una sociedad que es objeto de una oferta pública de adquisición, deben abstenerse de realizar cualquier acto que pueda dificultar o impedir la realización de la oferta o la presentación de contraofertas, sin que se cuente con la aprobación de la junta general de accionistas. También debería reservarse a la junta general de accionistas la adopción de medidas preventivas. Dada la importancia de estas materias, la adopción de acuerdos sobre ellas debería estar sujeta a los requisitos de quórum y mayorías calificadas de la Ley General de Sociedades.

De esta manera, se respeta el rol de los órganos sociales, reservándose esta materia, por su importancia, a la junta de accionistas. Si el directorio considera que es necesario adoptar medidas preventivas o defensivas, deberá llevar una propuesta a la junta general de accionistas. En ésta, los accionistas podrán decidir por mayoría el curso de acción que consideren más conveniente a sus intereses, como lo hacen en otras transacciones de gran importancia como las fusiones o escisiones o la venta de parte sustancial de los activos de la compañía. En caso que el acuerdo de la junta fuese lesivo para la sociedad en beneficio de un grupo de accionistas o tuviese una finalidad ilícita, podrá siempre ser objeto de impugnación o de acción de nulidad. *AF*