

## UNA GUÍA PARA TOMAS DE CONTROL: TEORÍA, EVIDENCIA Y REGULACIÓN\*

Roberta Romano\*\*

¿Cuál es la razón del interés para tomar el control de una empresa que aparentemente no funciona en el mercado?, ¿Cuáles son las teorías que posiblemente pueden contestar la pregunta anterior?, ¿Qué tanto hay de cierto en tales teorías?, ¿Por qué las tomas de control son reguladas?, ¿Hasta que punto éstas deben o no ser reguladas?

El presente trabajo busca contestar y explicar las preguntas anteriores tomando como base los resultados mostrados por la evidencia empírica de las adquisiciones en Estados Unidos. No sólo pretende precisar teóricamente o de manera académica tales respuestas sino además aproximarse al correcto tratamiento que merecen las operaciones de tomas de control.

---

\* El presente artículo fue originalmente publicado en Yale Journal of Regulation No. 9, 1992, bajo el título «A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation». La publicación se hace bajo expresa autorización de Yale Journal of Regulation y de Roberta Romano. La traducción fue realizada por Alejandro Manayalle Chirinos, miembro de THEMIS-Revista de Derecho, bajo la supervisión del doctor Alfredo Bullard, LLM Yale LawSchool. Este artículo es propiedad intelectual de Yale Journal of Regulation, y no puede ser distribuido o reproducido en inglés, en cualquier forma o versión. Agradecemos al doctor Juan Luis Hernández Gazzo por habernos cedido el presente artículo para su publicación.

\*\* Professor Allen Duffy / Clase de 1960 de la Facultad de Derecho de la Universidad de Yale. La autora agradece a Stephen Fraidin, Henry Hansmann, Steven Heston, Saul Levmore, Ronald Masulis, Jeffrey Netter, Annette Poulsen, Alan Schwartz, Jeff Strnad, el grupo de estudio de Organización y Administración de la Universidad de Yale y a los participantes del Taller de Estudios de las Facultades de Derecho de la Universidad de Vanderbilt y de la Universidad de Virginia por sus valiosos comentarios. Una versión de este artículo fue presentada en el Simposio sobre Adquisiciones y Transacciones realizado el 31 de Mayo y 1 de Junio de 1991 en Bruselas, Bélgica y será publicada en un texto sobre el Simposio. Ver HOPT, Klaus y Eddy WYMEERSCH (editors). «European Takeovers: Law and Practice».

## INTRODUCCIÓN

Existe una voluminosa literatura económica que busca explicar la teoría de las tomas de control. Existe también una amplia regulación sobre la materia. El presente artículo relaciona una con otra, y pretende ser una guía para ambas. Repasa la literatura económica para facilitar la evaluación de la eficiencia de la regulación actual. La premisa es que si algunas de las teorías que pretenden explicar las tomas de control son más creíbles que otras, entonces ciertos regímenes regulatorios tienen más sentido que otros. Nos referimos a las teorías en plural porque no tenemos una teoría comprensiva de las tomas de control. Las diferentes teorías hacen bien en explicar varios subconjuntos de adquisiciones, pero ninguna de dichas teorías lo explica satisfactoriamente todo.

La evidencia empírica es muy consistente con la maximización del valor, las explicaciones se sustentan en la eficiencia de las tomas de control. Aún así, la finalidad de la regulación es frustrar las tomas de control, como si éstas fueran un impedimento para maximizar el valor de las transferencias de riqueza. La aguda diferencia entre la comprensión económica de las tomas de control y el rendimiento del proceso político en esta área se da en función de dos factores. Primero, el público es principalmente ignorante e indiferente respecto de las tomas de control<sup>1</sup>. La regulación de éstas es, por consiguiente, una regulación oscura para la mayoría de los electores, y, en consecuencia, los grupos de interés pueden ejercer una significativa influencia en los legisladores que se ocupan de esta área.

Segundo, existen ventajas organizacionales asimétricas entre los grupos de interés más afectados por las tomas de control que favorecen a quienes las adquisiciones potencialmente dañan: los gerentes, sobre aquellos a quienes las tomas de control benefician: los accionistas. Los gerentes tienen mayor facilidad que los accionistas para dirigir las empresas, los gerentes también tienen más que perder<sup>2</sup>. La ventaja organizacional es importante porque los *lobbies* juegan un papel importante en la influencia que se puede ejercer sobre los legisladores<sup>3</sup>, y la intuición es a menudo desigual en el aprendizaje económico<sup>4</sup>. Bajo tales circunstancias, los legisladores probablemente serán mal informados acerca de los probables efectos de las tomas de control -su información es incompleta y distorsionada- y estarán predispuestos a regularlas.

---

<sup>1</sup> ROMANO, Roberta. «The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion». U. CIN. L. REV. No. 57. pp. 457, 491. 1988.

<sup>2</sup> Los gerentes ya actúan recíprocamente a través de las relaciones y asociaciones de comercio. Mientras los inversionistas de la sociedad pueden organizar, sus asociaciones probablemente son menos auto-suficientes que cuando ellos puedan proporcionar información menos privada o beneficios a los miembros de una organización de comercio. Ibid. pp. 468-469. Ver OLSON, Mancur. «The Logic of Collective Action» pp. 144-147. 1971. Esta asimetría se exagera al nivel estatal porque los gerentes de la empresa adquirida residen en el estado legislado y están políticamente bien conectados mientras sus accionistas están dispersos por muchos estados y así no participan en el distrito electoral con el derecho de voto. Finalmente, los individuos están probablemente más comprometidos con su comunidad para evitar un mal público que para obtener un bien público. HARDIN, Russell. «Collective Action» pp. 82-83. 1982. Esta tendencia favorece a los gerentes, quienes están buscando evitar perder su trabajo, asimismo, esta tendencia está en contra de los accionistas, quienes obtienen un precio accionario superior. Además, Roe argumenta que la regulación federal de la industria de servicios financieros debe entenderse como un esfuerzo para eliminar la supervisión y el monitoreo de los gerentes corporativos previniendo la concentración de la propiedad de la empresa en los accionistas más capaces, instituciones financieras. ROE, Mark J. «A Political Theory of American Corporate Finance» COLUM. L. REV. No. 91 p. 10. 1991.

<sup>3</sup> MUIR, William K. «Legislature: California's School for Politics» 1982.

<sup>4</sup> ROMANO, Roberta. Op. cit. pp. 475-497.

Este artículo busca aliviar el problema informativo para los legisladores y los políticos, así como proporcionar un análisis no técnico y sintético desde el punto de vista académico sobre las tomas de control y su regulación<sup>5</sup>.

La calma actual en la actividad de las adquisiciones hace de éste un tiempo ideal para efectuar una evaluación retrospectiva, después de haber vivido un clima frenético, aturridos a menudo y tomando un respiro del paso de los grandes acuerdos producidos en los años ochenta. El esfuerzo también debe poner a prueba la utilidad de evaluar la regulación de las tomas de control en otros países, como por ejemplo el sistema propuesto por la Comunidad Económica Europea (CEE). Sin embargo, porque los mercados y los arreglos institucionales difieren sustancialmente entre los Estados Unidos y Europa, las lecciones sobre la experiencia americana deben describirse con cuidado<sup>6</sup>.

La estructura del artículo es la siguiente: en la primera parte, clasificamos y repasamos las numerosas explicaciones que se han propuesto para la regulación de las tomas de control y para las transacciones relacionadas a éstas, junto con la investigación empírica que muestra la efectividad o el poder de tales explicaciones.

En la segunda parte, consideramos las implicaciones de la literatura económica de la actualmente desordenada regulación de tomas de control. Concluimos que una lectura informada de la literatura sugerida por el aparato regulador es injustificada.

## I. LAS TEORÍAS QUE EXPLICAN LAS TOMAS DE CONTROL Y OTRAS TRANSACCIONES RELACIONADAS

Un importante e indiscutible dato sobre las transacciones de adquisición debe notarse desde fuera: las adquisiciones generan ganancias sustanciales a los accionistas de las empresas que se venden. Todos los estudios encuentran que las empresas que van a ser vendidas estadísticamente experimentan una acogida muy positiva con respecto al precio de sus acciones cuando se anuncia una oferta que implica la toma de control o un acuerdo de fusión<sup>7</sup>.

En promedio, el precio de mercado aumenta en un 20% durante la etapa del pre-anuncio de la fusión y en un 30% durante el período de oferta en el anuncio de la toma de control<sup>8</sup>. Un retorno anormal en las transacciones en las cuales los propios administradores son quienes compran la empresa financiándose con activos de la misma (*Leverage Buyouts* - LBO) tienen una magnitud similar, los estudios demuestran un incremento entre 20% y 37%<sup>9</sup>. Incuestionablemente, el anuncio de una oferta es una buena noticia para los accionistas de la empresa objeto. Las diferentes explicaciones de las adquisiciones que serán examinadas representan un esfuerzo para explicar la fuente de estas ganancias.

La información es más ambigua, sin embargo, cuando involucra el retorno de las empresas adquiridas. Dependiendo de la muestra y del lapso de tiempo, los adquirentes experimentan

<sup>5</sup> Los mismos argumentos en un artículo pasado se pueden ver en COFFEE, John C. «Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance». COLUM. L. REV. No. 84. p. 1145. 1984.

<sup>6</sup> Wright, Robbie y Thompson argumentan que los mercados financieros («los mercados de la compra») son menos desarrollados en algunas partes de Europa comparándolos a los mercados de Estados Unidos. Estas deficiencias hacen que las transacciones de compra financiada de los administradores u otros inversionistas no se configuren como una respuesta competitiva a las adquisiciones en esos países. WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken y Steve THOMPSON. «Corporate Restructuring, Buy-Outs, and Managerial Equity: The European Dimension». J. Applied Corp. Fin. No. 3. 1991. pp. 47-48. Ellos también anotan que las compras en Europa involucran corporaciones que se dominan por familia o son sociedades cerradas, al contrario de la mayoría de las empresas americanas. Esto significa que las adquisiciones hostiles serán un dispositivo frecuentemente menos empleado para los cambios de mando que las adquisiciones amistosas. Además, en Estados Unidos, la propiedad de las instituciones financieras de capital en las compañías industriales se restringe, lo cual hace de las adquisiciones más importantes un mecanismo para disciplinar la gerencia en los Estados Unidos. Ello no ocurre en países como Alemania donde no hay tal restricción. Ibid. pp. 50-52.

<sup>7</sup> La mayoría de los estudios que se han referido a lo largo de este artículo son «estudios de eventos» los cuales usan técnicas estadísticas normales para probar si el retorno de los ingresos de las acciones de las empresas en el momento de un «evento», como por ejemplo, el anuncio de una oferta, son significativamente diferentes de sus retornos esperados. La diferencia se refiere a un promedio residual o a un retorno anormal. Estadísticamente el retorno anormal resultante representa la valoración del mercado de ese evento (su impacto en la riqueza del accionista). Para una revisión de la metodología ver BROWN, Stephen J. y Jerold B. WARNER. «Using Daily Stock Returns». J. FIN. ECON. No. 14 p. 3 (1985).

<sup>8</sup> JARRELL, Gregg A., BRICKLEY, James A. y Jeffrey M. NETTER. «The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980» J. ECON. PERSP No. 2. p. 49. 1988; JENSEN, Michael C. y Richard S. RUBACK. «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence». J. FIN. ECON No. 11. p. 5. 1983.

<sup>9</sup> KAPLAN, Steven N. «Sources of Value in Management Buyouts» En: Leveraged management buyouts: causes and consequences No. 95 (Yakov Amihud editor. 1989); LEHN, Kenneth y Annette POULSEN. «Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions». J. FIN. No. 44. p. 771. 1989; MARAIS, Laurentius; SCHIPPER, Katherine y Abbie SMITH. «Wealth Effects of Going Private for Senior Securities». J. FIN. ECON. No. 23. p.155. 1989.

un retorno positivo, negativo o cero en el anuncio de una oferta y en la realización de la misma. Desde la perspectiva del adquirente, hay dos clases de explicaciones o motivaciones para realizar una toma de control: maximizar el valor o no maximizar el valor. Las explicaciones de maximización del valor consideran a la toma de control como una oportunidad que promete aumentar el precio de las acciones del capital de la empresa adquirida. Las explicaciones de no maximización del valor consideran las tomas de control en términos diametralmente opuestos, como transacciones que aumentan al máximo la utilidad de los gerentes en lugar de aumentar la riqueza del accionista.

Estas dos explicaciones predicen diferentes reacciones respecto al precio de las acciones, dichas reacciones pueden ser positivas y negativas, respectivamente. Las explicaciones de maximización del valor pueden subdividirse en eficiencia, expropiación (transferencias de riqueza), y explicaciones de ineficiencia del mercado. Esta división es fundamental para el análisis político, pero no tiene un mayor impacto en el retorno esperado por el adquirente en la transacción. Será positivo en cada caso.

Cada explicación de no maximización del valor puede caracterizarse como una distinta historia de expropiación en la que se transfiere la riqueza de los accionistas de la empresa adquirida a la empresa adquirente (así como a los gerentes). Así, estas transacciones tendrán un efecto negativo en el precio de

las acciones. Para ver de antemano el esquema de la clasificación, remitirse al Cuadro No. 1.

Sin embargo, teóricamente existen razones creíbles para no encontrar un retorno positivo anormal de los postores cuando las adquisiciones maximizan el valor. Primero, las empresas adquirentes son típicamente mucho más grandes que las empresas adquiridas, ello hace más difícil medir los ingresos anormales<sup>10</sup>. Segundo, una oferta puede revelar información no relacionada a la adquisición sobre la empresa, confundiendo el efecto del precio de las acciones<sup>11</sup>. Tercero, si el mercado es competitivo en la realización de la toma de control, entonces los postores ganarán sólo rendimientos normales, cuando en realidad compiten por ganancias anormales. Finalmente, por adquirir empresas que tienen un programa activo de fusiones y adquisiciones, se puede haber previsto la ganancia de una adquisición específica en el precio de la acción del postor en el momento que se anunció el programa de las fusiones y de las adquisiciones<sup>12</sup>.

A pesar de estas sutilezas interpretativas acerca de las reacciones por el precio de adquisición de las acciones de una empresa, uno puede deducir algunas generalidades de la información. El movimiento del precio para los adquirentes es pequeño en condiciones de porcentaje y significativamente menor que el de las empresas objeto. Además, el retorno de los adquirentes tiende a decrecer en el tiempo y, en

<sup>10</sup> Donde la adquirida es un fragmento muy pequeño del valor del postor, es improbable que la adquisición tenga impacto alguno mensurable en el precio de la acción del postor. Asquith, Bruner y Mullins encuentran los ingresos anormales positivos significativamente mayores para los adquirentes de empresas más grandes y Jarrell y Poulsen han encontrado que los adquirentes aumentan significativamente sus retornos anormales como los aumentos designados proporcionalmente con el tamaño del adquirente. ASQUITH, Paul; BRUNER, Robert F. y David W. MULLINS. «The Gains to Bidding Firms from Merger». J. FIN. ECON. No. 11. p. 121. 1983; JARRELL, Gregg A. y Annette B. POULSEN. «The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades». FJN. MGMT. No. 18. p. 12. 1989.

<sup>11</sup> La información no relacionada al postor podría cortar ambas vías: una oferta puede señalar que la empresa ha cumplido las expectativas con los movimientos de tesorería bastante altos suficientes para hacer buenos negocios («buenas noticias»), o ésta puede señalar que los gerentes se van por usar el dinero en efectivo para adquirir una empresa resistiéndose a que ellos puedan pagar una alta cantidad («las malas noticias»). Los estudios encuentran que el retorno de los postores varía significativamente con la *consideration* que el postor usa para la adquisición se ha interpretado como la evidencia de un efecto de la señalización. Cuando los postores usan acciones en lugar de dinero en efectivo, los investigadores encuentran un efecto negativo en el precio; la interpretación es que cuando un postor piensa que su acción es sobrevaluada, usa la acción en lugar de cobrar por la adquisición y el mercado, entendiendo la señal, reacciona de acuerdo con ella. Vea MYERS, Stewart C. y Nicholas S. MYERS. «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have» J. FIN. ECON. No. 13. p. 187. 1984; TRAVLOS, Nickolaos. «Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns». J. FIN. No. 42. p. 943. 1987.

<sup>12</sup> ROMANO, Roberta. «Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle» J.L. ECON. & ORG. No. 1. p. 225. 1985; SCHIPPER, Katherine y Rex THOMPSON. «Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms». J. FIN. ECON. No. 11. p. 85. 1983.

los años ochenta, puede haber sido negativo<sup>13</sup>. Es más, incluso cuando los adquirentes obtienen retornos negativos o cuando sus pérdidas son agregadas con las ganancias de la empresa adquirida, las adquisiciones todavía tejen una malla que puede posibilitar un retorno anormal positivo<sup>14</sup>. Así, porque la división de la ganancia se sesga hacia las empresas objeto, las adquisiciones que parecen ser de no maximización del valor, para los postores pueden ser socialmente beneficiosas (es decir, aumentan su riqueza)<sup>15</sup>.

Los estudios sobre el rendimiento de las empresas objeto después de realizada la adquisición también nos dan una idea acerca de si las adquisiciones maximizan o no el valor de las transacciones. Aquí, los datos del precio de las acciones son los indicadores menos fiables para tal efecto, mientras se incrementa el precio examinado, los cambios no pueden ser atribuidos al evento en cuestión (la toma de control) porque éste se confundirá con otros eventos<sup>16</sup>. La mayoría de estos estudios usa la información contable para determinar los cambios a largo plazo en la actuación de la empresa. Como sucede con los estudios de los efectos del anuncio en los adquirentes, los resultados de actuación *ex-post* son también mixtos. Mientras más pronto es, los estudios no encuentran ninguna mejora en

las empresas unidas, el más reciente hallazgo de los estudios señala que el rendimiento de la empresa mejora después de la fusión<sup>17</sup>.

Una dificultad para evaluar el rendimiento de la empresa *ex-post* fusión está en efectuar una comparación apropiada que trae consigo construir una referencia contrafáctica –el rendimiento en el mercado que las dos empresas habrían tenido si es que éstas no se hubieran unido. En un importante trabajo, Jarrell compara el rendimiento *ex-post* fusión con la etapa previa a la fusión<sup>18</sup>. Encuentra que cinco años después de ésta, las empresas unidas se desempeñan significativamente mejor que su referente (9%), aunque en uno o dos años inmediatamente después de la fusión el rendimiento de la empresa era peor que su referente.

El mercado de capitales se anticipa a la actuación a largo plazo también con precisión: usando el análisis de la regresión, Jarrell encuentra que los efectos del precio anormal de las acciones sobre el anuncio de una oferta son significativamente positivos en relación a la rentabilidad posterior de la empresa fusionada. Esta información indica que las adquisiciones, de hecho, maximizan el valor con un rendimiento a largo plazo de las empresas fusionadas. Esto también

---

<sup>13</sup> Bradley, Desai y Kim encuentran que los retornos anormales fueron significativamente negativos a los postores en los años ochenta en tanto que Jarrell y Poulsen encuentran que los retornos de los postores son insignificamente negativos durante los mismos años. BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM, «Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders or Target and Acquiring Firms». J. FIN. ECON. No. 21. p. 3. 1988; JARRELL, Gregg A. y Annette B. POULSEN. Op. cit. Ambos estudios encontraron que los retornos de los postores en los años sesenta y setenta eran significativamente positivos. Además, Morck, Shleifer y Vishny encuentran que los retornos de los adquirentes en los años ochenta son negativos (como opuesto a las adquisiciones de los años ochenta de las empresas en los giros del negocio relacionados, y como opuesto a diversificar las adquisiciones en los años sesenta). MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions?» J. FIN. No. 45. p. 31. 1990. Estos estudios encontraron que los ingresos del postor cuando excluyen a los postores de empresas privadas cerradas (es decir, las empresas de la *leveraged-buyout*), de las cuales las transacciones a lo largo de los años setenta y por lo menos en los tempranos ochenta eran sumamente aprovechables.

<sup>14</sup> BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. Op. cit. KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. «The success of acquisitions: evidence from divestitures» (National Bureau of Economic Research Working Paper No. 3484. 1990).

<sup>15</sup> Ellos no serían beneficios sociales si el aumento en la riqueza es debido a un traslado de riqueza en lugar de una ganancia por eficiencia.

<sup>16</sup> Para una discusión extensa de los problemas de usar la información de las acciones *ex-post*, vea MAGENHEIM, Ellen y Dennis MUELLER. «Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off After an Acquisition?» En *Knights, Raiders and Targets: the impact of the hostile takeover 111* (John C. Coffee y otros, editores. 1988).

<sup>17</sup> HERMAN, Edward S. y Louis LOWENSTEIN. «The Efficiency Effects of Hostile Takeovers». En *Knights, Raiders and Targets: the impact of the hostile takeover 111* (John C. Coffee y otros, editores. 1988) p. 211. RAVENSCRAFT, D. y F. SCHERER. «Mergers, Selloffs And Economic Efficiency». 1987 con HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. «Does Corporate Performance Improve After Mergers?» 1990 (manuscrito inédito de la biblioteca de la autora) y JARRELL, Sherry L. «Do Takeovers Generate Value? Evidence on the Capital Market's Ability to Assess Takeovers». 1991 (manuscrito inédito de la biblioteca de la autora).

<sup>18</sup> *Ibidem*. La medida de la actuación es la razón del rendimiento líquido. Las previsiones de la actuación fueron hechas antes de cualquier información que haga conocida una oferta. Jarrell construye una carpeta del mando de empresas, emparejada por el tamaño e industria, la cual no hizo comprometer en una fusión, y un test que prueba la diferencia entre las empresas fusionadas y el mando de las mismas y diferencia entre las previsiones de la actuación y la actuación real.

sugiere que los resultados negativos de estudios más tempranos sean, con toda la probabilidad, el producto del fracaso para usar un término apropiado<sup>19</sup>.

## A. Las explicaciones de eficiencia de la maximización del valor

Hay dos explicaciones sobre la eficiencia de las tomas de control: lograr ganancias por la sinergia y reducir los costos de agencia.

### 1. Las ganancias por la sinergia

Una explicación de eficiencia por la maximización del valor de las tomas de control se logra en la ganancia que se produce por la sinergia: el valor de una empresa combinada es mayor que el valor de las dos empresas por separado (adquirida y adquirente). Los valores aumentados pueden generarse por la eficiencia real de operación de ambas empresas, o puede ser debido a las sinergias financieras.

#### a. Eficiencia en la operación

Los ejemplos de ganancias por la sinergia de las operaciones empresariales son las economías de escala (el costo fijo se extiende sobre un volumen más grande de producción), y las economías de alcance (se combinan recursos complementarios, como una fusión entre una empresa con un único producto y otra con una red de distribución que se encargará de comercializarlo).

Otra sinergia potencial en la operación involucra a las habilidades gerenciales. Los gerentes de la empresa adquirente pueden ser buenos en su administración, pero pueden tener un exceso de capacidad instalada (ellos pueden manejar eficientemente más recursos de los que posee su empresa). La empresa puede usar este exceso de capacidad adquiriendo una empresa en la que los recursos directivos sean escasos, y la combinación producirá

una ganancia por la sinergia<sup>20</sup>. Esta historia toma a las habilidades gerenciales como indivisibles, como producto de un equipo, yendo más allá, ese equipo de dirección no está disponible para ser adquirido por un contrato. La tesis de los buenos gerentes debe desarrollar el conocimiento específico de una empresa, y bajo un arreglo contractual, el capital representado por los gerentes debe destinarse a la empresa objeto.

En concordancia con ello, para asegurar que el equipo de dirección reciba un pago similar a la renta que produce, su compensación se toma a través de «la propiedad» de la dirección de la empresa adquirida (adquiriendo la empresa objeto)<sup>21</sup>.

La explicación de la sinergia implica que: (1) el retorno de los postores y de los adquiridos será correlativamente positivo cuando la sinergia previene una competencia de posturas que podría reducir la correlación de los retornos a cero porque las empresas fusionadas son individualmente valiosas<sup>22</sup>; (2) las adquisiciones serán más valiosas cuando hay empresas de diferente tamaño como en las economías de escala; y (3) las adquisiciones serán más valiosas cuando están presentes tanto las economías de alcance como las economías de escala.

Hay evidencia que apoya estas predicciones. Weston, Chung, y Hoag encontraron que la correlación entre la oferta y el stock objetivo resulta en el puro conglomerado fusiones de extensión de producto que probablemente producirán economías de alcance y combinarán habilidades gerenciales o recursos complementarios, así como una sinergia financiera, ello es significativamente positivo<sup>23</sup>. Hawawini y Swary encontraron que entre los postores, los pequeños bancos tenían retornos

<sup>19</sup> Ibidem p. 39. HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. Op. cit. también construyen un rendimiento del referente antes de la fusión para medir el rendimiento después de la fusión y encontrar que la rentabilidad aumenta. Además, ambos hacen ajustes para los cambios del *accounting method* y *acquisition financing*. Los estudios que encuentran perjuicios en la rentabilidad no hacen mayores ajustes y sus resultados son menos fiables.

<sup>20</sup> WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang S. y Susan E. HOAG. «Mergers, Restructuring And Corporate Control» pp. 93-94, 191-92. 1990.

<sup>21</sup> Una cuasi renta es el exceso de un recurso sobre su mejor uso aquí, los gerentes merecen ir a una empresa particular que a otros empleos. La diferencia entre el diferencial de la habilidad administrativa de las fusiones y el reemplazo de la administración ineficiente puede verse en Parte I.A.2.a., y es que la administración de la empresa adquirente en la explicación de la sinergia busca complementar la dirección de la adquirida mientras obtiene experiencia en el giro del negocio. Así se explican por ejemplo, las fusiones horizontales, mientras que la explicación de la administración ineficiente es aplicable a cualquier adquisición. Ibid. pp. 192-193.

<sup>22</sup> Ibid. p. 266.

<sup>23</sup> Ibid. pp. 267-268. Ver discusión sobre sinergia financiera en la Parte I.A.1.b.

anormales superiores a los de los bancos grandes, y que la adquisición de un banco más pequeño genera el más alto de los retornos anormales para el postor<sup>24</sup>.

Finalmente, las adquisiciones de empresas de negocios vinculados donde ganar economías de escala y de alcance es más probable, son aprovechables: las adquisiciones de empresas de negocios no vinculados en los ochentas registraron más bajos retornos producidos que las adquisiciones de las empresas con negocios vinculados<sup>25</sup>; y una parte significativa de las ganancias de las tomas de control hostiles se debe a la reasignación de recursos designados a los adquirentes vinculados<sup>26</sup>.

## b. Sinergia financiera

Una explicación histórica de la popular actividad de la fusión que cae en la categoría de la sinergia financiera fue la disponibilidad de ciertos métodos de contabilidad para explicar las adquisiciones. Porque el *pooling method of accounting* reporta mayores utilidades para la entidad fusionada que el *purchase method* (la parte de la prima atribuible a los intangibles – buena fe contractual, prestigio de la empresa, etc. – no está reconocida, y por lo tanto, tampoco amortizada), se pensaba que su uso aumentaba el valor de una transacción. La disponibilidad del *pooling method*, por lo tanto, fue vista como un motivo para que se lleven a cabo muchas fusiones. La creencia en el poder de esta explicación conduce a restricciones en el uso del *pooling method* bajo las opiniones de las Juntas de Principios de Contabilidad número 16 y número 17<sup>27</sup>.

La sinergia financiera basada en la contabilidad es, sin embargo, un ejemplo adulterado de sinergia porque la opción de método de

contabilidad no tiene impacto en el flujo de caja de la empresa fusionada. En consecuencia, podrían explicarse las fusiones sólo si el mercado fuera manipulado por las convenciones contables. Sin embargo, los estudios muestran que el mercado ve las ganancias económicas de las empresas a través de las convenciones contables<sup>28</sup>. Además, las Opiniones número 16 y número 17 no tenían un mayor impacto en los adquirentes de las acciones<sup>29</sup>. Estos datos demuestran concluyentemente que la sinergia financiera basada en la contabilidad no motiva las tomas de control.

Una explicación más creíble de las fusiones que involucra la sinergia financiera es que las fusiones reducen el costo del capital. Tres distintas teorías de las finanzas están implicadas: (1) el riesgo de insolvencia se reduce si los flujos de caja de las empresas no son puestos en correlación; (2) estabiliza el flujo de ingresos de las empresas fusionadas asegurando y mejorando el uso de escudos contra tributos estatales; y (3) hay un costo diferencial entre los fondos internos y externos. Para propósitos expositivos, la discusión del primero se desarrollará en la parte I.D.1., las explicaciones de diversificación de las tomas de control, y del segundo, en la parte I.B.1., las explicaciones de las tomas de control basadas en los impuestos.

Los costos del capital son superiores cuando los fondos son aumentados externamente -los costos de transacción y de lanzamiento de la empresa al mercado se reducen si se tiene al *spread* como un problema más grande, y se eliminan si el dinero en efectivo de la empresa fusionada es ahora suficiente para producir todo el dinero en efectivo necesario internamente<sup>30</sup>. Una adquisición es, por consiguiente, una vía para el desarrollo eficiente

<sup>24</sup> HAWAWINI, Gabriel A. y SWARY, Itzhak. «Mergers And Acquisitions In The U.S. Banking Industry: Evidence From The Capital Markets» pp. 130-35. 1990. Se ha encontrado que bancos pequeños tienen una alta experiencia en el retorno anormal que los bancos más grandes, sin embargo, ello puede resultar de un fenómeno puramente técnico: los retornos anormales son más visibles en la empresas pequeñas probablemente porque cualquier ganancia obtenida representará un valor más grande que el valor de la empresa.

<sup>25</sup> MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit.

<sup>26</sup> BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization». En *Brookings Papers Economic Activity: Microeconomics*. pp.1,55. 1990 (Martin N. Bailey y Clifford Winston editores. 1990)

<sup>27</sup> GILSON, Ronald. «The law and finance of corporate acquisitions». p. 267. 1986.

<sup>28</sup> HONG, Hai; KAPLAN, Robert S. y Gershon MANDELKER. «Pooling vs. Purchase: The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices» 53 ACCT. REV. 31. 1978.

<sup>29</sup> SCHIPPER, Katherine y Rex THOMPSON. The Impact or Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms. 21 J. ACCT. RESEARCH 184 (1983). Un verdadero efecto potencial de las opiniones número 16 y número 17 es hacer los convenios de deuda más obligatorios donde los acuerdos de préstamo dependen de los números contables para la renta divulgada. Leftwich encuentra cierta evidencia de un efecto (las vueltas anormales negativas se relacionan perceptiblemente con el grado de apalancamiento de la deuda privada). Richard LEFTWICH. «Evidence on the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements», 3 J. ACCT. & ECON. 3. 1981, pero Schipper y Thompson, no encuentran ningún efecto, o ninguna variación significativa. Por supuesto, un efecto del contrato de deuda no proporcionan evidencia alguna en la importancia del tema, si las adquisiciones motivadas escoge cualquiera de los dos métodos.

<sup>30</sup> WESTON y otros, supra notas 20, 97-98, 197.

de las empresas de crecimiento bajo o alto. Los cambios orgánicos en los años sesenta capacitaron a los gerentes corporativos activos para asignar de manera eficiente fondos internos a las divisiones más necesitadas, y la eficacia de este nuevo formulario orgánico estaba lógicamente extendida a través de adquisiciones para crear una gran empresa<sup>31</sup>.

Existe una explicación adicional, hay aspectos tributarios vinculados a las sinergias del costo de capital, por éstos, las empresas tienen un incentivo para usar sus ganancias retenidas que no están sujetas a impuestos sobre sus dividendos para financiar proyectos cuyos ingresos son más bajos que los costos marginales de capital financiado externamente<sup>32</sup>. Una fusión entre una empresa internamente financiada y una externamente financiada puede remitir gastos improductivos anteriores a proyectos de retorno superiores de los que la última empresa estaba financiando externamente<sup>33</sup>.

Alguna evidencia empírica es consistente con esta explicación. Markham encontró que después de las adquisiciones de conglomerados, la erogación de capital planeado se cambió a la oficina principal de la sociedad, pero otras funciones gerenciales no corrieron la misma suerte<sup>34</sup>. Nielsen y Melicher encontraron que las primas superiores son pagadas cuando la proporción del flujo de caja de la empresa adquirente es superior que el de la empresa objeto y Weston, Chung y Hoag interpretan esto como la evidencia de desplazar el capital para adquirir empresas<sup>35</sup>.

Ellos también consideran que Markham ha encontrado grandes aumentos en los desembolsos del capital después de las adquisiciones como consecuencia de la

sinergia financiera porque implica que los adquirentes mejoraron su inversión con la toma de control de la empresa objeto<sup>36</sup>.

## 2. Reducción de costos de agencia

La reducción en los costos de agencia es otra explicación de eficiencia para las tomas de control. La ley corporativa se preocupa por el problema del principal-agente, por la alineación de los incentivos de los gerentes con los intereses de los accionistas. Una toma de control es, en este contexto, un remedio especial cuando otros dispositivos del gobierno corporativo que supervisan la actuación, como la junta directiva, fallan en el incentivo de una alineación eficiente<sup>37</sup>.

### a. El reemplazo de una dirección ineficiente

La más importante explicación de los costos de agencia en las tomas de control es que éstas reducen la «flojera» administrativa reemplazando a los gerentes ineficientes. Manne tuvo esta visión en un artículo clásico de hace veinte años, y es ésta una de las visiones centrales en la doctrina del Derecho Corporativo<sup>38</sup>. Manne sostuvo que las tomas de control son en el mercado un mecanismo importante de mando corporativo destinado a disciplinar a los gerentes porque —a diferencia de las fusiones por absorción las mismas que requieren la aprobación del consejo de administración de la empresa absorbida— la toma de control «se salta» la administración de la empresa objeto y trata directamente con sus accionistas para la aprobación. Las tomas de control mantienen el capital de la empresa competidora en el mercado y reprimen a los gerentes para trabajar a favor de los intereses de los accionistas.

Varios estudios apoyan esta explicación. Por ejemplo, las empresas objeto ganan bajas

<sup>31</sup> WILLIAMSON, Oliver E. «The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes, 19 1». Econ. Lit. 1537. 1981.

<sup>32</sup> MASULIS, Ronald y Brett TRUEMAN. «Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation» 23 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 369. 1988. Aunque las ganancias sobre el capital han sido utilizadas en la misma proporción que la renta ordinaria desde 1986, difieren hasta que se vende la acción y la imposición fiscal sigue siendo más baja para esta fuente o renta de inversión.

<sup>33</sup> Ibid. pp. 381-382. Esta explicación es consistente con la tesis de Jensen sobre el «free cash flow» como aplicación a las adquisiciones. Vea parte I de la discusión infra. D. 3.

<sup>34</sup> MARKHAM, Jesse W. «Conglomerate enterprises and public policy». 1973. Considero esta evidencia financiera más bien que de sinergia operativa (de la capacidad directiva diferenciada) porque la última fuente del aumento implica que todas las funciones directivas serían transferidas.

<sup>35</sup> NIELSEN James F. y Ronald W. MELICHER. «A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums», 8 J. Fin. & Quantitative Analysis 139 (1973). Discutido en WESTON et al., supra nota 20. p. 197.

<sup>36</sup> WESTON y otros, supra nota 20. p. 197.

<sup>37</sup> Por ejemplo Morck, Shleifer y Vishny encontraron que la máxima dirección es más probable a volverse sobre las acciones cuando la actuación de la empresa es pobre en relación a la industria. pero no cuando el mercado de la empresa se está empobreciendo. MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Alterative Mechanisms for Corporate Control», AM. ECON. REV. No. 79. p. 842. (1989). En su última investigación ellos encontraron que la máxima dirección cambia a través de adquisiciones hostiles.

<sup>38</sup> MANNE, Henry O. «Mergers and the Market for Corporate Control». J. POL. ECON. No. 73. p. 110. 1965.

tasas de rentabilidad en el retorno antes de la fusión y las empresas adquirentes están sobre un buen promedio de rentabilidad<sup>39</sup>. Morck, Shleifer y Vishny encuentran que las empresas adquiridas en tomas de control hostiles en las que los gerentes probablemente serán reemplazados, son de rendimiento ineficiente, medidas por el *ratio q* de Tobin y comparadas a las empresas adquiridas en tomas de control amistosas<sup>40</sup>. Es más, las empresas adquiridas tienen, en término medio, bajos *ratios q*, y las ganancias por las tomas de control aumentan cuando los postores con altos *ratios q* adquieren las empresas con bajos *ratios q*<sup>41</sup>. Finalmente, Mitchell y Lehn encuentran que los malos postores logran buenos objetivos: las empresas que experimentan un retorno anormal negativo serán adquiridas probablemente más rápido que las empresas en las que esto no sucede<sup>42</sup>. Todos estos estudios indican que las tomas de control disciplinan la dirección de la empresa, porque éstas se despliegan sobre empresas ineficientes.

Además, el rendimiento de la dirección es siempre muy superior después de una adquisición que cuando no hay ningún cambio en el mundo o cuando las empresas se comprometen en una fusión amistosa<sup>43</sup>. Aún más importante, Martin y McConnell encontraron que las empresas objeto cuyos gerentes fueron reemplazados ganaron retornos anormales positivos antes de la toma de control, como medida contra la industria, mientras las empresas adquiridas cuyos gerentes fueron retenidos ganaron retornos anormales negativos<sup>44</sup>. Por supuesto, el

rendimiento necesariamente no indica que los gerentes que fueron removidos son de menor calidad que sus reemplazos. Pero si nosotros no observáramos un buen rendimiento después de producida la toma de control, y si tal producción fuera no relacionada al rendimiento de la empresa adquirida, entonces la explicación de la dirección ineficiente estaría en un serio riesgo.

Finalmente, existe evidencia de que después de las fusiones, el flujo de caja de las empresas mejora como resultado del incremento de la productividad del recurso<sup>45</sup>. Porque las mejoras del flujo de caja no difieren de lo relacionado o no relacionado a la adquisición de la empresa, las ganancias no parecen venir de la realización de las sinergias operativas. Este hallazgo sugiere que los adquirentes pueden manejar mejor los recursos de la empresa objeto. En consecuencia, consideramos que es consistente con la explicación de la gerencia ineficiente de las tomas de control.

La explicación de la gerencia ineficiente no puede, sin embargo, explicar toda la transacción. Por ejemplo, no puede explicar las adquisiciones en las cuales el adquirente retiene la dirección de apoyo, un modelo que ha sido muy común en las grandes adquisiciones por los conglomerados empresariales<sup>46</sup>. En particular, no puede explicar los *Management Buyouts* (MBOs) o los LBO —cuando son los administradores quienes adquieren la empresa— porque en estas transacciones la alta dirección es parte del grupo adquirente y se mantiene en su trabajo. Sin embargo, existen a menudo,

<sup>39</sup> ASQUITH, Paul. «Merger Bids. Uncertainty and Shareholder Returns». J. FIN. ECON. No. 11. p. 51. 1983; ELLERT, James C. «Mergers, Antitrust Law Enforcement, and Stockholder Returns». J. FIN. No. 35. p. 715. 1976.

<sup>40</sup> MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Characteristics or Targets of Hostile and Friendly Takeovers». En *Corporate Takeovers: Causes And Consequences* 101 (Alan J. Auerbach editor 1988) El *q ratio* de Tobin es la proporción del valor de mercado de la empresa para reemplazar el costo de sus recursos físicos. Mide los recursos intangibles de la empresa—futuro de oportunidades de crecimiento, calificación en la administración, buena voluntad. Como Servaes señala: «la *q ratio* de Tobin mide una valoración de la empresa en el mercado de sus recursos en el lugar y... las futuras oportunidades de inversión como medida de una administración eficiente». SERVAES, Henri. «Tobin's Q. Agency Costs and Corporate Control 1». 1989 (artículo inédito archivado en la biblioteca de la autora). Bajo *ratio q* ( $q < 1$ ) indica un ineficiente desempeño.

<sup>41</sup> LANG, Harry; STULZ, Rene y Ralph A, WALKING. «Managerial Performance, Tobin's *q* and the Gains from Successful Tender Offers», J. FIN. ECON. No. 24. p. 137. 1989; SERVAES, Henri. «Tobin's Q and the Gains from Takeovers», J. FIN. No. 46. p. 409. 1991.

<sup>42</sup> MITCHELL, Mark L. y Kenneth LEHN. «Do Bad Bidders Become Good Targets» J. POL. ECON. No. 48. p. 372. 1990.

<sup>43</sup> FURTADO, Eugene P. H. y Vijay KARAN. «Causes, Consequences, and the Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence». RN. MGMT. No. 19. p. 60. 1990; WALSH, James P. «Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions». STRATEGIC MGMT. J. No. 9. p. 173. 1988.

<sup>44</sup> MARTIN, Kenneth J. y John J. MCCONNELL. «Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover». J. FIN. No. 46. p. 671. 1991.

<sup>45</sup> HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. Op. cit.

<sup>46</sup> MARKHAM, Jesse W. Op. cit.

incluso en estas transacciones, cambios subsecuentes en la administración<sup>47</sup>.

## b. El libre flujo de caja

Una explicación alternativa que considera las tomas de control como un mecanismo para reducir costos de agencia pero no predice el reemplazo de la dirección está contenida en la teoría de Jensen denominada «libre flujo de caja» o «*free cash flow*»<sup>48</sup>. Jensen argumenta que una de las causas de las tomas de control, especialmente en la industria petrolera, es el costo de agencia asociado con el conflicto entre gerentes y accionistas sobre el pago de libre flujo de caja. El libre flujo de caja es el flujo de caja en exceso del monto que se requiere para consolidar todos los proyectos de la empresa que tienen un valor presente neto positivo. Si estos fondos son pagados a los accionistas, entonces los gerentes tendrán menos recursos bajo su mando, y de esta manera no se encontrarán en capacidad para gastar el flujo de caja invirtiendo en proyectos con valores presentes netos negativos. Además, eliminar el libre flujo de caja sujeta a los gerentes al mercado de capitales supervisado cuando necesitan financiar nuevos proyectos, reprimiendo su habilidad para emprender transacciones de valor presente neto negativas.

Esta explicación coloca la explicación de la sinergia financiera (la reducción del costo de capital) en su cabeza, porque es la empresa objeto y no la empresa adquirente la que cuenta con exceso de efectivo, y porque el financiamiento externo se juzga preferible al autofinanciamiento debido a los problemas del incentivo. Pero en contraste con las otras explicaciones de eficiencia, una empresa adquirente no necesita realizar sus mejoras operativas.

Los gerentes de apoyo pueden eliminar el libre flujo de caja sólo a través de una reestructuración financiera, la cual incrementa

el financiamiento o apalancamiento de la empresa y paga dinero en efectivo pedido prestado a los accionistas. La ganancia por la sinergia, por definición, requiere de dos empresas<sup>49</sup>, y el reemplazo de la dirección ineficiente requiere un cambio en el equipo de administración. Por lo tanto, de las explicaciones analizadas aquí, solamente la teoría del libre flujo de caja explica un aumento en el valor desde una posición de reestructuración defensiva, al igual que las tomas de control.

La teoría del libre flujo de caja de las tomas de control proporciona una explicación no tributaria pues explica por qué la deuda aumenta en una adquisición. La deuda restringe el futuro del libre flujo de caja porque, en los diferentes dividendos generados por la acción, los intereses deben pagarse para evitar jalar el gatillo de la insolvencia. La adquisición con financiamiento o la transacción privada es así un compromiso creíble para eliminar el libre flujo de caja. Ésta aumenta el valor de la empresa mitigando el costo de agencia del mal uso del efectivo en exceso.

Lehn y Poulsen apoyan la explicación del libre flujo de caja con un estudio de transacciones privadas: ellos encontraron que la posibilidad de las empresas para ser adquiridas estuvo directamente relacionada con el tamaño de sus libres flujos de caja y con la amenaza de una toma de control hostil (la razón por la cual la administración está dispuesta a renunciar a los libres flujos de caja), e inversamente relacionada con el crecimiento (es decir, las empresas se cuidaron ser adquiridas cuando no había ninguna oportunidad de reinversión de su dinero en efectivo)<sup>50</sup>. Ellos también encontraron que la magnitud de la prima en estos casos se relacionó significativamente con la magnitud del flujo de caja no distribuido de las empresas. Además, las empresas adquiridas tienen ratios menores al ratio  $q$  de Tobin<sup>51</sup>, lo cual sugiere que éstas son empresas con efectivo en

<sup>47</sup> La mayoría de compradores a menudo reemplazan la administración de apoyo después de un año de producida la adquisición. Ver, por ejemplo, Roberts v. General Instrument Corp., Civ. No. 11639 (Del. Ch. Aug. 1990) (3 de 5 empresas compradas a partes de la Forstmann-Little solicitaron votos para defender los puestos de sus directores ejecutivos) Además, el 12% de las empresas, según un estudio de Smith, reemplazaron a sus directores ejecutivos mayores de 65 años a los 2 años de producida la adquisición. SMITH, Abbie J. «Corporate ownership Structure and performance: The Case of Management Buyouts». J. FIN. ECON. No. 27. p. 162. 1990. Esta información sugiere que los MBO's serán manejados por la explicación de Mannel.

<sup>48</sup> JENSEN, Michael C. «The Takeover Controversy: Analysis and Evidence». En: Knights, Raiders & Targets: the impact of the hostile takeover. Op. cit. p. 314.

<sup>49</sup> Allí pueden estar las ganancias de la sinergia en una compra financiada, en la medida que la compra (financiada) del grupo trae valores excesivos de habilidades directivas a la empresa adquirida.

<sup>50</sup> LEHN, Kenneth y Annette POULSEN. Op. cit.

<sup>51</sup> HO PO LANG, Larry; STULZ, Rene y Ralph A, WALKING. Op. cit. SERVAES, Henri. Op. cit.

exceso<sup>52</sup>. Finalmente, los gerentes perciben la eliminación del libre flujo de caja como un motivo de la toma de control. Pound encuentra que las empresas que se sujetan al Estatuto de Tomas de Control Restrictivo de Pennsylvania (*Pennsylvania's restrictive takeover statute*) tienen significativamente un menor flujo de caja en la valoración de ratios, aunque no el más bajo; que las empresas que optan por desempeñarse fuera del ámbito de aplicación del estatuto<sup>53</sup>. Su interpretación es que los gerentes que temen una toma de control (aquellos que no optaron por salir del ámbito de aplicación del estatuto) tienen éxito para generar dinero en efectivo de los activos corrientes pero probablemente emplearán mal los fondos (es decir, sus empresas serán adquiridas con libre flujo de caja) porque la tasa de baja valoración genera desconfianza en el mercado sobre cómo la administración usará el dinero en efectivo<sup>54</sup>.

c. Los incentivos mejorados por los cambios de propiedad en MBOs

Existe, por supuesto, una explicación más simple sobre la reducción de los costos de agencia para MBOs que la que recomienda eliminar el libre flujo de caja. En un MBO, la propiedad de la administración comparte gramaticalmente los incrementos. Haciendo a la administración un socio substancial, el MBO proporciona poderosos incentivos para aumentar la productividad. Esto es, de hecho, un acercamiento clásico para mitigar el problema del principal-agente que normalmente se usa, pero en una escala más pequeña, en planes basados en incentivar la compensación de las acciones<sup>55</sup>.

La explicación de las ganancias de MBOs como resultado de los incentivos mejorados de la propiedad es consistente con la evidencia, repasada en Smith, de que las empresas después de la compra experimentan significativas eficiencias operativas y aumentos en la

producción<sup>56</sup>. El análisis de Wright, Robbie y Thompson sobre las empresas adquiridas en MBOs del Reino Unido que como consecuencia de ello fueron proveídas de importantes apoyos adicionales: ellos encuentran que los retornos anormales, medida del valor de las empresas después de la adquisición, varían directamente con el capital de la participación en la dirección<sup>57</sup>. Finalmente, Lichtenberg y Siegel encuentran significativas mejoras en la productividad después de los MBOs<sup>58</sup>. Claro, esta explicación de tomas de control es limitada porque se aplica solamente a un tipo de transacción adquisitiva, los MBOs.

## **B. Las explicaciones de la maximización del valor por expropiación**

Las explicaciones de la expropiación en las tomas de control se enfocan en cuatro grupos distintos: (1) los contribuyentes, (2) los tenedores de bonos, (3) los trabajadores y (4) los consumidores.

### **1. Los beneficios tributarios**

Los beneficios tributarios proporcionan otra explicación de la maximización del valor por parte de las tomas de control. Porque el interés es tributariamente deducible, ésta es una explicación más obvia para las tomas de control financiadas que la de la explicación del monitoreo del libre flujo de caja. En efecto, el aumento de la deuda alberga más ingreso, motivando la transacción. Además, una empresa puede tener atributos tributarios, como por ejemplo las deducciones favorables, los descuentos impositivos por inversión, las precisiones para la depreciación, los déficit comerciales netos que no se puede usar porque tiene un ingreso demasiado bajo. Desde que el Código Tributario no permite la venta directa de atributos o ventajas tributarias, la empresa puede buscar unirse con una empresa que tenga suficientes ingresos para capturar el valor del beneficio tributario. En esta situación, el valor del todo es mayor que la suma de sus

<sup>52</sup> Servaes argumenta que el ratio  $q$  de Tobin puede ser interpretado como una medida para calcular los costos de agencia toda vez que un ratio bajo  $q$  es una evidencia de sobreinversión, lo cual puede ser visto como una fuente de flujo de caja libre. Ibidem. Él encuentra que las empresas adquiridas, además de sus bajo  $q$  ratios, tienen menos dividendos por pagar y menos deudas que otras empresas en el mercado, lo cual sugiere que ellos tienen más flujo de caja libre porque pagan menos a sus tenedores de valores. Ellos también tienen un desembolso de capital menor como porcentaje de recursos, lo que implica que tienen menores oportunidades de inversión.

<sup>53</sup> POUND, John. «On the Motives for Choosing a Corporate Governance Structure». 1990. (Artículo inédito de la biblioteca de la autora).

<sup>54</sup> Ibid. p. 14

<sup>55</sup> SMITH, Clifford W. Jr. y Ross L. WATTS. «Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans», AUSTL. J. MGMT. No. 7. p. 139. 1982.

<sup>56</sup> SMITH, Abbie. «The Effects of Leveraged Buyouts». BUS. ECON. No. 25. 1990. p. 19.

<sup>57</sup> WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken y Steve THOMPSON. Op. cit.

<sup>58</sup> LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior». J. FIN. ECON. No. 27. p. 165. 1990.

partes, cuando el adquirente puede proteger su ingreso de los impuestos (y así también aumentar el flujo de caja real) y la adquirida puede liquidar el valor de sus deducciones (no podría hacerlo sola). Además de considerar, ex- post, los escudos tributarios no usados, hay también beneficios ex-ante: la fusión efectivamente proporciona un co-seguro diversificando los flujos de caja esperados para que no se gasten las deducciones<sup>59</sup>. A pesar del real impacto de la sinergia en el flujo de caja respecto a una adquisición basada en intereses tributarios, no podemos clasificar esto como una explicación eficiente porque hay un costo social para tales ganancias, un traslado de riqueza del fisco a los accionistas. Esta explicación es, por consiguiente, más apropiadamente vista como una explicación de expropiación<sup>60</sup>.

La explicación tributaria de las tomas de control no es irresistible teóricamente. En efecto, la deducción del interés es un beneficio tributario que no requiere de una adquisición para ser realizado —una empresa adquirida puede financiar la estructura de su capital por sí sola. Ésta no es por consiguiente una historia de equilibrio pues implica que la empresa tenía una estructura de capital sub-óptima al momento de la preadquisición.

En consecuencia, para hacer creíble la explicación del incremento de la deducción tributaria de las tomas de control, ésta debe unirse con una explicación de costo de agencia: la dirección de la adquirida no ha maximizado el valor de la empresa, extendiendo la deuda de la empresa y pagando demasiados impuestos<sup>61</sup>. Es más, el beneficio del incremento de las deducciones está limitado por la tasa

implícita de la deuda: porque el ingreso por intereses está gravado a una tasa superior que las ganancias de capital, los inversionistas exigen un retorno mayor para mantener la deuda en lugar del capital, y por lo menos durante 1986, se argumentaba que no había ningún retorno positivo neto en una empresa que incrementaba su deuda<sup>62</sup>.

Pueden levantarse críticas similares acerca de otros beneficios tributarios alegados como motivos de la fusión. Wilson, Scholes y Wolfson muestran que el valor de atributos tributarios como los déficit comerciales netos y los que gravan recursos base pueden obtenerse igualmente bien por técnicas no adquisitivas como ventas de recursos selectivas y reestructuraciones de recursos, así como por la vía de las adquisiciones<sup>63</sup>. La disponibilidad de otras técnicas para realizar ganancias tributarias disminuye severamente el poder de dar una explicación tributaria a las tomas de control.

Existe también un pequeño apoyo empírico para sustentar la explicación de la expropiación del contribuyente. Auerbach y Reishus recolectaron un conjunto de datos comprensivos de varios cientos de fusiones entre 1968-1983 y encontraron que la reducción de impuestos no era una razón importante para efectuar transacciones adquisitivas<sup>64</sup>. Solamente un 20% de estas fusiones podrían ser clasificadas como obvias destinatarias de potenciales beneficios tributarios, tales como la transferencia de pérdidas o créditos o beneficios tributarios en recursos base, y el valor estimado de los beneficios tributarios era sólo 10% del valor de mercado de las empresas adquiridas, una figura muy por debajo de la toma de control<sup>65</sup>. Además, el ratio deuda-capital no aumentó

<sup>59</sup> GREEN, Richard y Eli TALMOR. «The Structure and Incentive Effects of Corporate Tax Liabilities». J. FIN. No. 40. p. 1095. 1102-1103. 1985.

<sup>60</sup> En la medida que el fracaso para usar una deducción del déficit comercial neto sea un impuesto que duplique el capital, CAMPISANO, Mark y Roberta ROMANO. «Recouping Losses: The Case for Full Loss Offsets». NW.U.L. REV. No. 76. pp. 709, 716-718. 1981, entonces una fusión que habilita el uso del beneficio del impuesto no es ninguna expropiación del fisco.

<sup>61</sup> Sin embargo, Kaplan encontró que las empresas preadquiridas por MBO deben capitales en ratios que no son bajos para sus mercados. El sugirió que el más alto nivel de deuda no podría haber sido accesible a la preadquisición de toda estructura de la empresa. KAPLAN, Steven N. Op. cit.

<sup>62</sup> MILLER, Merton. «Debt and Taxes». J. FIN. No. 32. p. 261. 1911; WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang S. y Susan E. HOAG. Op. cit. p. 114.

<sup>63</sup> GILSON, Ronald J., SCHOLE, Myron S. y Mark A. WOLFSON. «Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax Motivated Acquisitions». En Knights. Raiders And Targets: the impact of the hostile takeover. Op. cit. p. 271.

<sup>64</sup> AUERBACH, Alan J. y David REISHUS. «The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions». En Mergers and Acquisitions No. 69, 81. 1988 (Alan J Auerbach editor)

<sup>65</sup> Hayn encuentra que el retorno anormal acumulativo para las adquiridas en un aviso de adquisición es positivamente relacionado con el monto de disponibilidad de efectivo neto perdido y los recursos base. HAYN, Carla. «Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions». J. FIN. ECON. No. 23. p. 121. 1989. Sin embargo, su información no llevó a conclusiones sustancialmente diferentes de las conclusiones de Auerbach y Reishus concernientes a la importancia de los tributos como motivo de las adquisiciones. Solamente el 20% de las adquiridas muestran una pérdida neta operativa, y de las empresas comprometidas en las adquisiciones imponibles, el valor de los recursos base fue sólo 16% del valor de mercado de las empresas adquiridas.

significativamente después de las fusiones<sup>66</sup>. Porque la magnitud de los efectos es mínima, resulta improbable que la disponibilidad de escudarse en atributos tributarios sea un factor significativo en las tomas de control.

La muestra de fusiones de Auerbach y Reishus antes de financiar las adquisiciones por la deuda llegó a ser una característica importante de las tomas de control como lo fue a mediados de los ochenta. Los estudios de los efectos tributarios de los LBO, en donde la carga de la deuda es sustancial, producen resultados diferentes. Por ejemplo, en un estudio de MBOs, Kaplan encontró que el exceso devuelto a los accionistas de empresas de accionariado difundido se relaciona significativamente con la contribución ahorrada por la nueva estructura del capital; de hecho, los impuestos ahorrados estimados produjeron la mayoría de las ganancias<sup>67</sup>. Los resultados encontrados por Schipper y por Smith son casi idénticos<sup>68</sup>. En ambos estudios, las deducciones del interés representan la clave del ahorro del impuesto que explica la ganancia del MBO, no son déficit comerciales netos o deducciones de depreciación aumentadas del incremento del recurso base. Por ejemplo, las estimaciones de Kaplan acerca del interés que deduce el beneficio fueron dependiendo de la tasa del impuesto marginal supuesto, la tasa de 40% a 130% de la compra, asumiendo una deuda permanente y una tasa de 13% a 40%, así como asumiendo el reembolso de la deuda en 8 años. Cuando el incremento del recurso base es incluido, los beneficios tributarios oscilan entre 21% y 143% de la prima para la muestra completa, y de 45% a 161% para las empresas adquiridas mediante MBO que eligieron incrementar sus recursos base, lo cual representaba la mitad de las empresas de la muestra de Auerbach y Reishus. Schipper y Smith también encontraron una relación significativa entre los beneficios tributarios y la prima pagada en MBOs: las primas por la compra eran substancialmente superiores que

los ahorros tributarios de depreciación (la tasa de los beneficios medios de la prima oscilaba entre 0% y 29%) pero no muy superiores que los ahorros sobre el interés (el rango de la tasa media es de 65% y 91%).

Aunque los estudios de Kaplan y Schipper y Smith parecen proporcionar una fuerte evidencia para la explicación de la expropiación por medio de MBOs por aumentar las deducciones del interés, esta investigación presenta sólo un aspecto de la historia del tributo. Como Jensen, Kaplan y Stiglan señalan, los MBOs también son acompañados por el incremento de los pagos de impuestos por la venta a los que están sujetos los accionistas de la empresa objeto, por compra de los tenedores de deuda, y por la rentabilidad aumentada a largo plazo de la empresa reorganizada<sup>69</sup>.

En su estimación, los pagos de tributos netos en estas transacciones son positivos, no negativos. Summer desafía esta conclusión señalando que es probable que los tenedores de deuda resultantes de la post-compra sean instituciones exoneradas de pagar tributos<sup>70</sup>. Sin embargo, su disputa acerca del efecto en los réditos del total del impuesto es solamente correcta si la deuda total estuviera exonerada del tributo con el LBO, lo cual es un desequilibrio en la historia del capital del mercado; un punto de equilibrio sugeriría que estos inversionistas simplemente cambien de un instrumento de deuda a la deuda de LBO mientras la tenencia agregada de deuda se mantiene igual<sup>71</sup>.

Debería notarse que Kaplan señala que la venta del capital de los accionistas gana tributos a un muy áspero 17%, el cual es muy cercano al más bajo estimado de beneficios tributarios de los MBO<sup>72</sup>. Evidentemente, analizando el impacto tributario del MBO solamente en lo que se refiere a los ahorros tributarios logrados (aumento de las deducciones) éste proporcionará un cuadro

<sup>66</sup> La tasa de interés de la deuda a largo plazo incrementaba un plus de la deuda en el capital, en promedio, de 25.4% a 26.7%. Auerbach y Reishus sostienen que este insignificante incremento es explicado por el hecho que, mientras las fusiones incrementan el monto de la deuda, el valor del capital también es incrementado. Ellos concluyen que la información demuestra que «los que pidieron prestado no dejaron atrás el crecimiento en el valor de la empresa fusionada», y en consecuencia, el interés en las deducciones no fue una significativa razón para llevar a cabo la fusión (al menos en 1983) AUERBACH, Alan J. y David REISHUS. Op. cit. p. 80.

<sup>67</sup> KAPLAN, Steven. «Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value». J, FIN. No. 44. p. 611. 1989.

<sup>68</sup> SCHIPPER, Katherine y Abbie SMITH. «Corporate Income Tax Effects of Management Buyouts». 1988 (artículo inédito ubicado en la biblioteca de la autora)

<sup>69</sup> JENSEN, Michael C.; KAPLAN, Steven N. y Laura STIGLIN. «The Effects of LBO's on Tax Revenues of the U.S. Treasury». TAX NOTES. No. 42. p. 727. 1989.

<sup>70</sup> «Taxation and Corporate Debt: Hearing Before the Senate Comm. on Finance», 101<sup>o</sup> Congreso, Primera Sesión. pp. 27-77, 186-204 (25 de Enero de 1989) (testimonio de Lawrence H. Sumner's).

<sup>71</sup> La autora agradece a Jon Ingersoll por sus anotaciones al respecto.

<sup>72</sup> KAPLAN, Steven. «Management ...» Op. cit. pp. 626-630.

incompleto e inexacto de lo que motiva estas transacciones. Es más, Bhagat, Shleifer y Vishny señalan que la deuda tributaria que se escuda en los beneficios del MBO es significativamente reducida por un reembolso rápido de la misma<sup>73</sup>. Finalmente, para las empresas adquiridas mediante un MBO que van a ser nuevamente públicas, los inversionistas de capital en la post-compra ganan ingresos muy altos<sup>74</sup>. Como los ahorros tributarios son capturados por los accionistas de la pre-compra, esto indica que las empresas de MBO experimentan una eficiente ganancia más allá de los beneficios tributarios. Estos resultados, vistos en combinación, seriamente socavan la explicación de la expropiación del contribuyente en las adquisiciones financiadas.

## 2. La expropiación de tenedores de bonos

Hay una tercera posible explicación para el uso de una deuda en una toma de control. Las adquisiciones financiadas simplemente pueden ser mecanismos para desposeer de su riqueza a los tenedores de bonos, en lugar de desposeer a los contribuyentes. En efecto, cuando una empresa aumenta su financiamiento, el valor de preexistencia de la deuda disminuye porque ésta es ahora una inversión más arriesgada (el flujo de caja de la empresa puede no cubrir el nuevo monto de la deuda). Como los tenedores de bonos no son compensados en este incremento del riesgo, la transacción de financiamiento redistribuye la riqueza a los accionistas. Los tenedores de bonos pueden, sin embargo, protegerse de las pérdidas en una adquisición financiada mediante la providencia de un contrato de riesgo<sup>75</sup>.

Varios estudios han buscado medir los efectos de adquisiciones financiadas en las deudas de la empresa adquirida. Aunque los bonos valorados son típicamente menores después de una compra financiada, los estudios no encuentran un significativo efecto en el precio

de los bonos o un pequeño efecto negativo que no sea cercano a la magnitud del precio pagado a los accionistas<sup>76</sup>. Los bonos sin convenios de restricción, como providencias pactadas para el riesgo, protegen a los tenedores de deuda de la inversión contra los incrementos de financiamiento, y son los que experimentan las más grandes pérdidas: por ejemplo, Asquith y Wizman encuentran que los bonos no protegidos experimentaron retornos anormales negativos de 5% considerando que los bonos protegidos tenían ingresos anormales positivos de 2%<sup>77</sup>. Además la magnitud de la ganancia de los accionistas no es correlativa con la cantidad de la deuda pendiente. La expropiación del tenedor de bonos no puede, por consiguiente, ser el móvil de las adquisiciones porque las pérdidas de los tenedores de bonos simplemente son también pequeñas comparadas a los beneficios de la toma de control.

## 3. La expropiación laboral

La explicación de la expropiación de las adquisiciones que atrae la atención de la mayoría involucra el ámbito laboral como víctima. La versión más sofisticada de esta teoría es la explicación de la violación de cláusulas implícitas del contrato de los trabajadores por una toma de control hostil. Esta explicación es sostenida por Shleifer y Summers<sup>78</sup>.

En el escenario sostenido por Shleifer y Summers, los accionistas inicialmente contratan personal de confianza como gerentes para hacer creíbles los compromisos de los contratos a largo plazo con los obreros. Los compromisos a largo plazo son implícitos, no se celebran contratos con cláusulas indefinidas explícitas. Después de que los empleados son contratados, los accionistas querrán violar el pacto implícito del contrato, con la finalidad de aumentar sus ingresos reduciendo la parte correspondiente a los trabajadores. Una dirección de confianza les impide desconocer los acuerdos informales. Sin embargo, una toma de control hostil permite a los accionistas comportarse de manera oportunista, de una

<sup>73</sup> BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit.

<sup>74</sup> KAPLAN, Steven. «Sources ...» Op. cit. p. 98

<sup>75</sup> LEHN, Kennet y Annette POULSEN. «Contractual Resolution or Bondholder- Stockholder Conflicts in Leveraged Buyouts». J.L. & ECON. La información proporcionada por Lehn y Poulsen sugiere que esta explicación es, a mejor, temporalmente limitada: el uso de los contratos de riesgo se ha incrementado rápidamente en el tiempo (de 3% de las deudas en 1986 a 32.1% de las deudas en 1989), y estas provisiones son más frecuentes en las deudas de empresas que pueden ser adquiridas mediante un LBO).

<sup>76</sup> ASQUITH, Paul y Thierry A. WIZMAN. «Event Risk, Covenants and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts». J. AN. ECON. No. 27. p. 195. 1990; DENIS, Debra K. y John J. MCCONNELL. «Corporate Mergers and Security Returns». J. FIN. ECON. No. 16. p. 143. 1986; MARAIS, Laurentius, SCHIPPER, Katherine y Abbie SMITH. Op. cit.

<sup>77</sup> ASQUITH, Paul y Thierry A. WIZMAN. Op. cit. pp. 201, 203.

<sup>78</sup> SHLEIFER, Andrei y Lawrence H. SUMMERS. «Breach of Trust in Hostile Takeovers». En Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Op. cit. p. 33.

manera distinta a lo inicialmente pactado, ya que un «invasor» no dudará en desconocer lo pactado implícitamente en el contrato, reduciendo costos y trasladando el valor de la empresa para beneficio de los accionistas.

Un ejemplo de una cláusula contractual implícita involucra los recursos del fondo de pensiones. Estos recursos -fondos que exceden los beneficios prometidos a los empleados- pertenecen a la empresa, pero bajo los requisitos del estatuto de ERISA que regula la definición de las planillas de beneficios, la empresa debe terminar el plan antes que el exceso de recursos revierta hacia ella debiendo dejarlos disponibles para otros usos<sup>79</sup>. Las empresas a menudo invierten el exceso de los recursos de un plan en costos de vida ajustados que no son requeridos por un contrato jubilatorio<sup>80</sup>. Porque la empresa no tiene ninguna obligación legal de aumentar el beneficio de la jubilación, tal uso del exceso de recursos es en el mejor de los casos una obligación contractual implícita de la clase descrita por Shleifer y Summers. Una adquisición en la cual un plan de jubilaciones es eliminado y los excesos de los recursos revierten a la empresa para usos no previstos en el plan podría caracterizarse como una redistribución de la riqueza de los trabajadores a los accionistas en violación de una cláusula implícita del contrato.

El ejemplo paradigmático de Shleifer y Summers es la adquisición de TWA por Carl Icahns, en la cual los sindicatos estaban de acuerdo con las grandes concesiones para prevenir a un postor hostil más aborrecido, Frank Lorenzo, de la empresa objeto. Shleifer y Summers estiman que el costo de los trabajadores igualó en 38% al precio pagado a los accionistas de TWA. Mientras ésta es una proporción sustancial de la ganancia de los accionistas, obviamente algo más también se estaba arriesgando en la adquisición para generar el remanente de 62%.

Los costos de mano de obra que fueron reducidos en este caso podrían emanar de las siguientes tres fuentes: (1) el poder de la unión (un formulario de monopolio de rentas); (2) las habilidades específicas de la empresa que refuerzan la productividad<sup>81</sup>; o (3) la

dirección ineficiente causada por el fracaso de negociaciones respecto de las uniones<sup>82</sup>. La primera fuente es una probable candidata. La industria de aerolíneas fue regulada cuando los contratos colectivos de TWA fueron originalmente negociados, y la investigación sugiere que el primer beneficiario de la regulación de aerolíneas fue el trabajador<sup>83</sup>. La tercera fuente se relaciona con la primera: la desregulación estimula las adquisiciones para tomar a los gerentes más eficientes que negocian la compensación del empleado en niveles por debajo de los competitivos. La segunda fuente es aquella en donde Shleifer y Summers argumentan su idea de violación contractual. Los contratos implícitos protegen a los obreros que han invertido en transacciones específicas de capital humano. Rompiendo estos contratos, los accionistas, a través del «invasor», desposeen el valor de la renta de las inversiones en capital humano efectuadas por los obreros. Pero, cuando los accionistas se benefician de los obreros que son quienes hacen tales inversiones, los contratos implícitos son eficientes *ex-ante* y es indeseable que se violen *ex-post*. Entonces, nosotros necesitamos un dispositivo para prevenir que los contratos sean desconocidos, y los gerentes de confianza son los indicados para realizar esa función.

La tesis de Shleifer y Summers es inteligente pero no convincente. Un problema importante con su explicación es que ésta es cuestionable si los trabajadores, particularmente los sindicatos, hubieran optado, para proteger tales inversiones sumamente vulnerables como capital específico de la empresa, por un contrato implícito en lugar de alguna otra estructura de negociación explícita. Como Williamson detalla, si los contratos no pueden ser específicos para evitar oportunismos, entonces se inventarán otros mecanismos para proteger la inversión de la parte vulnerable<sup>84</sup>. La dificultad con el análisis de Shleifer y Summers es que éstos entienden y emplean mal el concepto de contrato implícito. Como Schwartz ha observado, un contrato implícito es un contrato cuyas condiciones son notables por las partes contrayentes, pero no por terceras partes,

<sup>79</sup> MITCHEL Mark L. y J. Harold MULHERIN. «The Stock Price Response to Pension Terminations and the Relation of Terminations with Corporate Takeovers». FIN. MGMT. No. 18. p. 41. 1989.

<sup>80</sup> PONTIFF, Jeffrey; SHLEIFER, Andrei y Michael S. WEISBACH. «Reversions of Excess Pension Assets After Takeovers» RAND J. ECON. No. 21. p. 600. 1990.

<sup>81</sup> WILLIAMSON, Oliver E. «The Economic Institutions Of Capitalism» No. 55 1985.

<sup>82</sup> WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang S. y Susan E. HOAG. Op. cit. p. 214 (ofrecen estas tres explicaciones).

<sup>83</sup> BAILEY, Elizabeth E.; GRAHAM D. y D. KAPLAN. «Deregulating the Airlines». pp. 95- 102, 197. 1985.

<sup>84</sup> WILLIAMSON, Oliver E. Op. cit.

como por ejemplo, las Cortes, y de ahí que no sean comprobables<sup>85</sup>. Un contrato explícito es, entonces, uno cuyas condiciones son notables y comprobables por terceros. La opción del tipo de contrato depende de las características de las condiciones acordadas; si cierta información es notable y comprobable, entonces ésta puede ser la base de un término contractual explícito, la ejecución del contrato puede condicionarse en tales términos y su violación puede impugnarse en las Cortes. Los términos contractuales que preocupan a Shleifer y Summers -los beneficios jubilatorios, los recursos del fondo de pensiones, los sueldos, ascensos- son términos notables y verificables.

Así ellos están sujetos a una cláusula explícita, y no a un acuerdo implícito. La ausencia de términos contractuales explícitas en estas condiciones sugiere, por consiguiente, que las uniones efectuadas por TWA (y, en general, cualquier unión que encuentra excesos en los recursos del fondo de pensiones y revierten los beneficios eliminando la previsión del costo de vida) escogieron no incluir tales condiciones en sus contratos. Ellos pueden haber optado, por ejemplo, por solicitar sueldos superiores a cambio de asumir el riesgo de la pérdida del incremento de los beneficios jubilatorios. En este escenario, no existe entonces ningún contrato implícito para el incremento de la pensión.

Es discutible, sin embargo, que exista un término implícito referente al contexto jubilatorio, el desempeño de la empresa no es notable igualmente por las partes y, por consiguiente, se presenta una asimetría informativa. En este escenario alternativo, la empresa contrata el aumento de los beneficios jubilatorios en buenos tiempos financieros y no en tiempos malos. Esto crea un potencial problema de contratación implícita, porque los trabajadores no están habilitados para decir en qué estado se encuentra la empresa cuando ésta busca eliminar el plan jubilatorio.

Los diferentes recursos del fondo de pensiones y el sueldo y los ascensos y el nivel de desarrollo de capital humano específico en la empresa no pueden ser comprobados en cualquier escenario y podrían ser la base de un contrato implícito que un invasor podría violar. El problema con este argumento es que Shleifer

y Summers nunca identificaron qué es una empresa específica sobre el sindicato de TWA<sup>86</sup>. Aún la asunción del capital humano específico de la empresa motiva el debate de si los miembros de TWA son más productivos que los sindicatos y trabajadores individuales de otras aerolíneas, quien recibió menos paga con trabajo deficiente. Sin capital específico de la empresa, la demanda de evitar costos laborales para realizar una toma de control como un medio de mantener promesas implícitas es insostenible.

Finalmente, Shleifer y Summers no ofrecen ninguna razón por la cual un postor hostil pueda hacer fácilmente que la dirección de apoyo no negocie las concesiones del sueldo. Muchas empresas, incluyendo otras aerolíneas, se comprometen a conceder negociaciones, y tales esfuerzos son típicamente independientes de cualquier amenaza de tomas de control hostiles. Mientras los accionistas no estén interesados en «sobrepagar» a los trabajadores, tampoco estarán interesados en obtener retornos superiores a los que deberían recibir.

Holmstrom sugiere una explicación alternativa a la historia del contrato implícito de Shleifer y Summers, el cual se sustenta en la reputación<sup>87</sup>. Desde este punto de vista, los gerentes deberían tener una reputación apropiada para hacer creíbles las demandas laborales y para desempeñarse más cómodamente; esta reputación afectaría su credibilidad como regateadores en tiempos difíciles. Así, diferentes invasores que no cuentan con ninguna intención de negociar, no obtendrían concesiones de la dirección de apoyo. No encontramos que la explicación de la reputación sea persuasiva. Estaría en el interés del trabajador conceder las concesiones a la dirección, en lugar de a un invasor, porque la experiencia pasada indica que cuando la situación financiera mejora, los titulares retornarán al antiguo régimen de la cuasi-renta del trabajador considerandó que no hay ninguna base para esperar un tratamiento favorable de un invasor.

La explicación de la expropiación laboral, en general o refinada por Shleifer y Summers, tiene un escaso sustento empírico. Pontiff, Shleifer y Weisbach encontraron, por ejemplo, que las reversiones del recurso del fondo de pensiones

<sup>85</sup> SCHWARTZ, Alan. «Relational Contracts in the Courts: an analysis of incomplete agreements and judicial strategies». pp.14-16. 1991 (artículo inédito ubicado en la biblioteca de la autora).

<sup>86</sup> Si TWA tuvo aviones más nuevos que cualquier otra aerolínea, entonces sus pilotos habrían tenido, para desarrollar el capital específico de la empresa, las habilidades para operar esos aviones. Dadas estas condiciones por TWA, es sin embargo poco probable que estuviera delante de sus competidores en introducir tecnología avanzada, y esto no está relacionado con el incremento productivo o el valor de creación de la empresa.

<sup>87</sup> HOLMSTROM, Bengt. «Comment». En *Corporate takeovers: causes and consequences*. Op, cit. p. 56.

son también pequeñas para ser un motivo dominante de las tomas de control: aunque éstas son más frecuentes en tomas de control hostiles que en transacciones amistosas, las reversiones ocurren en sólo 14% de las tomas de control y, en promedio sólo 10%-13% de la prima<sup>88</sup>. Mitchell y Mulherin proporcionan resultados similares: las reversiones del fondo de pensiones ocurren en 12% de su muestra de tomas de control aunque ellos no señalan que se presenten más a menudo en tomas de control hostiles que en ofertas amistosas, y las reversiones cuentan para una proporción algo superior a la de la prima (23%)<sup>89</sup>. Más importante, la mayoría de reversiones del fondo de pensiones no ocurren después de la toma de control corporativa<sup>90</sup>.

La anécdota de TWA es difícil de generalizar, dada la circunstancia excepcional de la industria moviéndose de la regulación (donde la directiva tiene discreción, el otro lado, el de la confianza, es sustancial) hacia la desregulación<sup>91</sup>. Varios estudios que examinan las consecuencias de las adquisiciones más sistemáticamente no encuentran un impacto dramático similar en el régimen laboral como el ocurrido en la adquisición de TWA. Por ejemplo, aparte de la ya mencionada producción de la dirección, es la media dirección (el personal administrativo) y no los empleados de planta de producción, quienes se colocan por debajo de sus verdaderos puestos después de producidas las adquisiciones<sup>92</sup>. Consistente con los mencionados datos, Blackwell, Marr y Spivey encuentran, en una muestra de 286 cierres de planta, que en muy pocos (48) se anunció la empresa objeto, antes, después o durante la oferta, y sólo 22 de ellas fueron empresas adquiridas en pujas hostiles<sup>93</sup>. Es más, las empresas que experimentan cambios de propiedad tienen más empleos y mejores niveles

de sueldo y mayor productividad comparadas con las empresas que no han cambiado su administración<sup>94</sup>. Finalmente, Kaplan encuentra en una muestra de adquisiciones financiadas de empresas que el empleo aumentó después de la transacción (aunque tal incremento no se manifestó en proporción al incremento de la industria), mientras Lichtenberg y Siegel encontraron que el empleo en este tipo de adquisiciones se había reducido, comparado al resto de la industria, pero a una proporción menor de la que se habría reducido antes de la compra<sup>95</sup>.

Rosett prueba la explicación de la violación del contrato propuesta por Shleifer y Summers más directamente examinando los contratos y los sueldos colectivos antes y después de la toma de control<sup>96</sup>. Él no encuentra sustento alguno en la mencionada teoría: existe, de hecho, una ganancia positiva en la unión de capitales después de una adquisición hostil. Aunque hay pérdidas después de las adquisiciones amistosas, estas pérdidas son insignificantes comparadas con las ganancias (cuando se mide después de 18 años de realizada la toma de control, las pérdidas en las adquisiciones amistosas representan aproximadamente 5% de la ganancia de los accionistas).

Bhagat Shleifer y Vishny también encontraron que los despidos no ocurren frecuentemente, afectan a los trabajadores de oficina de alto nivel, y son superiores cuando la dirección tiene éxito al anular una oferta (o permaneciendo independiente o encontrando a un postor amistoso) que cuando es precisamente el postor hostil el que tiene éxito y, aun más importante, resulte en pérdidas que son pequeñas comparadas a la prima de la toma de control (10-20%)<sup>97</sup>. En suma, mientras necesitamos información empírica

<sup>88</sup> PONTIFF, Jeffrey. Op. cit.

<sup>89</sup> MITCHEL, Mark L. Y J. HAROLD MULHERIN. Op. cit. Ellos explican esta diferencia en términos de la construcción de muestra: Pontiff, Shleifer y Weisbach excluyen las fusiones de su muestra lo cual exagerará la frecuencia relativa de las posturas hostiles porque las fusiones son siempre calificadas como ofertas amistosas, y ellos cuentan algunas adquisiciones amigables como adquisiciones hostiles.

<sup>90</sup> Ibidem.

<sup>91</sup> WILLIAMSON, Oliver E. «Comment...». Op. cit. p. 61.

<sup>92</sup> LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects of Takeovers on the Employment and wages of Central-Office and Other Personnel». 1989. (artículo inédito).

<sup>93</sup> BLACKWELL, David W.; MARR, M. Wayne y Michael F. SPIVEY, «Plan-closing Decisions and the Market Value of the Firm», J. FIN. ECON. No. 26. pp. 277, 283, Cuadro No. 3. 1990.

<sup>94</sup> BROWN, Charles y James L. MEDOFF. «The Impact of Firm Acquisitions on labor». En: Corporate Takeovers: Causes And Consequences. Op. cit. p. 9. LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants». En: Brookings Papers On Economic Activity. Op. cit. p. 643. 1987 (Martin Neil Bailey y Clifford Winston, editores).

<sup>95</sup> KAPLAN, Steven N. «Sources ...» Op. cit. pp. 97-98; LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects...» Op. cit.

<sup>96</sup> ROSETT, Joshua G. «Do Union Wealth Concessions Explain Takeover Premiums? The Evidence on Contract Wages». J. FIN. ECON. No. 27. p. 263. 1990.

<sup>97</sup> BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit. p. 2

para probar la hipótesis de la expropiación laboral por completo -nosotros necesitamos saber cuántos trabajadores habrían sido despedidos<sup>98</sup> o qué parte del sueldo habría parecido si la empresa no se hubiera adquirido-, lo que nosotros sabemos sugiere que la expropiación laboral no es motivo suficiente para justificar las adquisiciones.

#### 4. El poder de mercado

Una explicación tradicional de las adquisiciones que se ubica en la categoría de la expropiación es la explicación de que las adquisiciones otorgan poder de mercado, en tal sentido, las empresas se unen para obtener una posición monopólica y obtener beneficios de su monopolio. Esta explicación fue muy popular a fines de siglo, sin embargo, es menos importante en los recientes años porque tales uniones son ilegales bajo el ámbito de las leyes antimonopolio. Es obviamente una explicación de expropiación: con el poder del mercado obtenido, una empresa puede incrementar sus precios sobre el costo marginal, obteniendo el excedente de consumidor y dejando fuera del mercado a algunos compradores. En consecuencia, la ganancia que se produce en la toma de control representa una transferencia de riqueza de los consumidores a los accionistas. Claro, esta explicación es limitada toda vez que hay muchas adquisiciones que no pueden motivarse en la obtención de poder monopólico, tales como las adquisiciones de negocios que desarrollan su actividad económica en mercados no vinculados.

Los estudios han buscado medir el efecto de adquisiciones potencialmente anticompetitivas examinando el precio de las acciones de los competidores, y no se ha encontrado efecto alguno. Si una fusión es anticompetitiva, entonces el precio de las acciones de las empresas rivales o (i) debe disminuir en el anuncio de la fusión, cuando se presentaría alguna desventaja competitiva, por ejemplo si la empresa fusionada desarrolla la práctica de precios predatorios, o (ii) aumenta en el anuncio de la fusión e inicia una estrategia para desafiar al monopolio, como

estar dispuestos a compartir el incremento de precios que la firma fusionada se dispone a cobrar (teoría de la colusión). Los estudios encuentran que la experiencia de los rivales respecto al precio de las acciones por el anuncio de la fusión o es significativamente positiva o es insignificante, pero no se presentan efectos en el precio cuando la fusión es desafiada o invalidada bajo el ámbito del derecho de la competencia<sup>99</sup>.

Otros estudios han encontrado que los retornos en mercados no vinculados (conglomerados) de las adquisiciones en los años ochenta son más bajos que las adquisiciones en mercados vinculados<sup>100</sup>, y que la mayoría de los resultados de las adquisiciones hostiles en las reasignaciones de recursos a los compradores están relacionados con despojos subsecuentes<sup>101</sup>. El valor superior de las adquisiciones relacionadas evidencia que las ganancias por la sinergia pueden llegar a operar, pero también evidencia las ganancias anticipadas que le son otorgadas por el poder del mercado obtenido. Sin embargo, Healy, Palepu y Ruback encontraron que las empresas que se fusionaron mejoraron sus flujos de caja debido a un incremento en su productividad que de manera alguna puede ser atribuible a las rentas generadas por un monopolio porque no hay aumento post-fusión en los márgenes de las ventas<sup>102</sup>. En consecuencia, esta explicación de expropiación para las adquisiciones no puede tener asidero en el contexto actual. Es totalmente posible, sin embargo, que futuros análisis reformen dicha conclusión y reaviven esta moribunda explicación del poder de mercado.

#### C. Las explicaciones de ineficiencia del mercado por la maximización del valor

La explicación final de la maximización del valor (que es beneficiosa para los accionistas adquirentes) establece como premisa de las ganancias de las tomas de control la ineficiencia del mercado, el punto de vista de que los precios de las acciones no reflejan el valor de mercado de las empresas. Según esta

<sup>98</sup> Por supuesto, el hecho de que disminuyan los niveles de empleo no necesariamente significa que se haya producido una pérdida de eficiencia. Puede ser socialmente eficiente reducir el empleo en una determinada empresa o en un determinado sector del mercado.

<sup>99</sup> ECKBO, B. Espen. «Horizontal Mergers. Collusion and Stockholder Wealth». J. FIN. ECON. No. 11. p. 24. 1983.; ECKBO, B. Espen y Peggy WIER. «Antimerger Policy under the Hart-Scott-Rodino Act: A Reexamination of the Market Power Hypothesis». J. L. & ECON. No. 28.p 119. 1985; STILLMAN, Robert. «Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers». J. FIN. ECON. No 11. p. 225. 1983.

<sup>100</sup> MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial...». Op. cit.

<sup>101</sup> BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile...» Op. cit. Kaplan y Weisbach señalan que la ganancia de la compra de empresas en conglomerados no es una reflexión inicial de la valoración negativa de las adquisiciones, más bien es una función de cambios en el *enforcement* de la Ley Antimonopolio. KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. Op. cit. La aplicación de la Ley Antimonopolio permitió en los años ochenta adquisiciones horizontales más eficientes que no han sido permitidas cuando los conglomerados han efectuado las adquisiciones bajo estudio, y este cambio es el que desplazó a un hecho tan aprovechable.

<sup>102</sup> HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. Op. cit. p. 21.

explicación, la cual probablemente es más difundida en la prensa popular como la explicación de la expropiación laboral, los adquirentes se aprovechan de la ineficiencia del mercado identificando empresas subvaloradas y probablemente capturando una gran parte de ésta o pagando primas por debajo de la valoración correcta. Hay dos explicaciones de ineficiencia de mercado distintas: subvaloración general (precio demasiado bajo) de las acciones y miopía (sobreevaluación de ganancias actuales y excesivos descuentos de ganancias futuras)

## 1. Subvaloración

La versión más general de la explicación de las tomas de control por ineficiencia del mercado es que el mercado de capitales simplemente subvalora los valores mobiliarios. Las empresas adquirentes identifican valores mobiliarios subvalorados y ganan de la diferencia entre el precio que pagan y el valor real de la empresa.

Dado el tamaño de la prima pagada por las tomas de control, esta explicación no puede caracterizarse como una explicación de expropiación de los inversionistas actuales en las empresas adquiridas por los postores. Porque la ganancia de los accionistas de la empresa adquirida no es una ganancia real, en la que ésta no depende de cualquier mejora que se opere u otros cambios a ser emprendidos por el postor en el futuro, esta explicación también es clasificada separadamente de las explicaciones de refuerzo de la eficiencia de las tomas de control.

No hay evidencia alguna que soporte la explicación de la subvaloración de las adquisiciones. En particular, si esta explicación fuera correcta, entonces una vez que el postor

identifica a una posible empresa para adquirirla, su precio subiría al verdadero valor, sin tener en cuenta si la adquisición ocurrió o no. Sin embargo, varios estudios han llegado a encontrar que el precio de las acciones de las empresas que no son adquiridas llega a ser más bajo que antes de haberse anunciado la pre-oferta<sup>103</sup>.

En consecuencia, las adquisiciones no se generan meramente a partir de un mercado ineficiente que no cuenta con información necesaria para reevaluar los precios de las acciones. La evidencia empírica que analiza numerosos eventos en las finanzas corporativas induce a una duda sobre esta explicación, aún más cuando los estudios están a favor de la eficiencia del mercado<sup>104</sup>.

## 2. La miopía del mercado

La explicación de ineficiencia del mercado por miopía es más sofisticada que la hipótesis de subvaloración. En efecto, según esta explicación, los inversionistas son ciegos y se comportan «miopemente» para sacrificar los beneficios de largo plazo por ganancias inmediatas. Como consecuencia de ello, las empresas que se comprometen en la planificación a largo plazo y hacen inversiones importantes en investigación y desarrollo (o *research and development* - R&D) son supuestamente empresas subvaloradas por el mercado y, a la larga, llegan a ser empresas adquiridas.

Para evitar la subvaloración de las acciones, los administradores también deben comportarse «miopemente» y cambiar las ganancias aprovechables a largo plazo por proyectos a corto plazo fácilmente valorados<sup>105</sup>. Esta explicación de tomas de control podría caracterizarse como refuerzo de eficiencia,

<sup>103</sup> ASQUITH. Op. cit.; BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. «The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?» J. FIN. ECON. No. 11. p. 183. 1983.; JARRELL, Gregg A. «The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?» J.L. & ECON. No. 28. p. 151. 1985.

<sup>104</sup> Las pruebas para determinar el precio del recurso han destapado anomalías que lanzaron dudas en los modelos de predictibilidad del retorno; estos modelos son el enfoque de la actual controversia financiera sobre la eficiencia del mercado, y hay interpretaciones consistentes con ambos lados. FAMA, Eugene F. «Efficient Capital Markets: II». J. FIN. No. 11. pp. 1575, 1577, 1609, 1991. Porque la hipótesis del problema que prueba la eficiencia del mercado es una prueba colectiva de eficiencia y de un particular modelo del precio del recurso, las anomalías pueden entenderse como una muestra cualquiera de que el modelo del precio del recurso es inespecífico o que el mercado es ineficiente. El evento estudiado usando los datos de los retornos diarios evita el problema de unir hipótesis que plaga de predictibilidad los estudios de los retornos porque éstos examinan los retornos anormales en fechas precisas en lugar de estudiarlos por largos períodos, y el método de estimación de los rendimientos normales del retorno y es así que el cálculo de retornos anormales (por ejemplo, el modelo del precio del recurso) tiene un efecto pequeño en las inferencias cuando la respuesta sobre un evento es larga y concentrada durante unos días. Ibid. pp.1601-1602, 1607. Estos estudios demuestran que las reacciones del mercado son sumamente rápidas a la información específica y proporcionan la evidencia más limpia de eficiencia del mercado. Ibid. pp. 1601-1602.

<sup>105</sup> STEIN, Jeremy C. «Takeover Threats and Managerial Myopia». J. POL. ECON. No. 96. p. 1. 1988.

porque el adquirente probablemente gana por tomar la empresa y emprender el abandonado camino de las inversiones a largo plazo. Como Netter sugiere, esto puede dar también un brillo de expropiación, como una «redistribución del futuro al presente»<sup>106</sup>. En este punto de vista alternativo, los adquirentes son miopes y apuñalan su presupuesto de R&D para levantar el valor de las acciones.

Sin embargo, no hay ninguna evidencia empírica que soporte la teoría de la miopía. Primero, no hay evidencia de la miopía del mercado sobre los beneficios que conllevan las inversiones a largo plazo. El mercado responde positivamente a los anuncios para incrementar su R&D y otros gastos de inversión de capital<sup>107</sup>. Segundo, existe escasa evidencia de la miopía de la gerencia. Las empresas que se protegen de las adquisiciones adoptan enmiendas constitucionales, librándose así de la miopía del mercado<sup>108</sup>, realmente reducen sus gastos de R&D después de tomar tal acción<sup>109</sup>. Además, las adquiridas (sobre todo por la vía de LBOs) se desempeñan en industrias con bajos niveles de actividad en R&D, y no hay ninguna diferencia significativa en la intensidad de R&D (la proporción de gastos de R&D con respecto a las ventas) entre las empresas adquirentes y las empresas adquiridas<sup>110</sup>. Finalmente, no hay diferencias significativas en el crecimiento de R&D (como medida de intensidad o niveles de empleo) entre las empresas involucradas y las no involucradas en adquisiciones<sup>111</sup>.

## D. Las explicaciones expropiatorias de no maximización del valor

Hay cuatro explicaciones de no maximización del valor acerca de las adquisiciones. Las primeras tres están relacionadas con todas las formas de administración: la diversificación, el autocrecimiento y el libre flujo de caja por los adquirentes. La cuarta, la hipótesis de la arrogancia (*hubris*) es una explicación *ex-post* de no maximización del valor (una vez la oferta es hecha) y no necesariamente *ex-ante*: los gerentes pueden pensar aumentar al máximo los precios de las acciones de su capital por una adquisición pero ellos sobrevalúan las ganancias de la transacción.

### 1. La diversificación

Una explicación de las adquisiciones que se enfoca en las fusiones de conglomerados es la diversificación: fusionando dos capitales se reduce el riesgo. Si el flujo de caja de las empresas fusionadas no es perfectamente positivo y correlacionado, entonces se incrementará la capacidad de endeudamiento y el riesgo de insolvencia disminuirá. El beneficio de la reducción en la variabilidad del flujo de caja no puede lograrse mediante cualquier empresa por separado, y es así que puede ser clasificada como una ganancia por sinergia financiera. Adicionalmente, porque el capital intangible o de «buena voluntad» que construye la empresa puede evitar caer en una situación de insolvencia, la diversificación disminuye el riesgo de insolvencia y preserva el valor de la reputación y del capital.

<sup>106</sup> NETTER, Jeffrey. «Ending the interest Deductibility of Debt Used to Finance Takeovers Is Still a Bad Idea: The Empirical Evidence on Takeovers, Restrictions on Takeovers, and Restrictions on Deductibility or Interest». J. CORP. L. No. 15. pp. 219-231. 1990.

<sup>107</sup> HAN CHAN, Su; MARTIN, John D. y John W. KENSINGER. «Corporate Research and Development Expenditures and Share Value». J. FIN. ECON. No. 26. p. 255. 1990; MCCONNELL, John J. y Chris J. MUSCARELLA. «Capital Expenditure Decisions and Market Value of the Firm». J. AN. ECON. No. 14. p. 399. 1985. Sec Office Of Chief Economist. Institutional Ownership. Tender Offers And Long Term Investments.

<sup>108</sup> STEIN, Jeremy C. Op. cit.

<sup>109</sup> MUELBROEK, Lisa K y otros. «Shark Repellants and Managerial Myopia: An Empirical Test». J. POL. ECON. No. 98. p. 1108. 1990.

<sup>110</sup> HALL, Bronwyn H. «The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and development» En: Brookings Papers On Economic Activity: .Microeconomics 1990. Op. cit. p.85; HALL, Bronwyn H. «The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development». En Corporate Takeovers: Causes And Consequences. Op. cit. p. 69. SMITH. Op. cit.

<sup>111</sup> HALL, Bronwyn H. «The Effect...» Op. cit.; LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects...» Op. cit. Hall encuentra algunas evidencias de la disminución de intensidad en R&D con el incremento del financiamiento en las adquisiciones, pero como la mayoría de adquisiciones financiadas no ocurre en las industrias donde el R&D es importante, ella no puede determinar el significado de la disminución, por ejemplo, si una empresa en principio con capital neto positivo presenta un proyecto de valuación o hay, en efecto, oportunidades de innovación poco atractivas. HALL, Bronwyn H. «The impact...» Op. cit.

Una explicación de la diversificación puede resultar importante en las fusiones bancarias. Como Hawawini y Swary señalan, los reguladores imponen requisitos de solvencia a las empresas bancarias que se manifiestan a través un capital adecuado e implícitamente definen los límites superiores de su insolvencia, generando de esta manera a los bancos un incentivo para diversificar<sup>112</sup>. Además, los bancos son vistos como empresas que tienen una inversión importante en intangibles y trato al cliente, ello aumenta su posibilidad de evitar la insolvencia<sup>113</sup>. Hawawini y Swary proveen otro argumento a favor de la tesis de diversificación: las fusiones entre los bancos con un retorno por acción bajo son asociadas con retornos anormales significativamente superiores que los retornos relacionados con las fusiones más altas, y la variación del retorno de las acciones del banco adquirido disminuyen significativamente en la fusión<sup>114</sup>. Pero aparte del caso particular de las fusiones bancarias, la explicación no es convincente. La moderna teoría financiera indica que la diversificación no aumentará el valor de mercado de las entidades fusionadas más allá de la suma de los valores separados de las dos compañías, porque los inversionistas pueden diversificar de una manera más barata diversificando sus portafolios de acciones (comprando y compartiéndolas en dos compañías).

Además, si los inversionistas diversifican, entonces ellos no son beneficiados si la compañía reduce su propio riesgo, y en consecuencia, no gastarán en reducir tal riesgo. Esto es porque los inversionistas que diversificaron están interesados solamente en el mercado o en el riesgo sistemático y no en el riesgo idiosincrásico o específico de la empresa<sup>115</sup>. En consecuencia, el valor de la empresa fusionada no será mayor que la suma de sus partes<sup>116</sup>. Más aún, el riesgo de reducción del flujo de caja recae en el gasto de los accionistas, la transferencia de riqueza del capital a los tenedores de deuda, así como el riesgo de insolvencia ha disminuido, los

cuales incrementan el valor de la deuda existente, y correspondientemente disminuyen el valor del capital. De hecho, Galai y Masulis señalan que el nivel de deuda en una empresa fusionada debe aumentar si el capital valorado en la pre-adquisición es mantenido<sup>117</sup>.

Sin embargo, en algunas situaciones, la diversificación personal puede ser más costosa que la diversificación a nivel de empresa, y no podemos rechazar esta explicación. Por ejemplo, considere a un inversionista que compró una acción de IBM en 1955. El precio de su parte ha subido veinte veces, y puede tener una carpeta no diversificable. Si vende alguna acción de IBM para diversificar, tendría que pagar un impuesto sustancial por la venta. Este inversionista prefiere que IBM reduzca su riesgo diversificando sus funcionamientos<sup>118</sup>.

Un candidato más creíble es el inversionista fundador, el jefe ejecutivo y accionista mayoritario de una sociedad de accionariado difundido. A largo plazo, tal inversionista tendrá un problema similar al del accionista de IBM; aunque es adinerado, todos sus huevos están en una sola canasta: su compañía. Si vende sus tenencias para diversificar, es probable que deba pagar un fuerte impuesto y pueda tener que abandonar el mando. En tal situación puede resultar beneficioso para el inversionista unirse con una empresa que tenga un diferente giro del negocio. Entonces tendrá, por lo menos, dos canastas. El punto de estos ejemplos es que alguien que es incapaz de diversificar podría beneficiarse con la diversificación a nivel de empresa. Sin embargo, estos ejemplos no son aplicables a la mayoría de las sociedades de accionariado difundido ni a la mayoría de los inversionistas.

Mientras la mayoría de los accionistas no encuentra la diversificación de su portafolio y no se presentan por consiguiente los beneficios de la diversificación, hay un grupo especial de individuos que se benefician de tales costosas diversificaciones: los gerentes

<sup>112</sup> HAWAWINI, Gabriel A. y SWARY, Itzhak. Op. cit.

<sup>113</sup> Ibid.

<sup>114</sup> Ibid. p. 107, 146.

<sup>115</sup> ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. y Jeffrey F. JAFFE. «Corporate Finance» 2ª edición. 1990.

<sup>116</sup> Las industrias Kaiser son un excelente ejemplo. Kaiser era una compañía principal cuyos recursos eran participaciones de control en tres compañías de accionariado difundido en operación; su acción, sin embargo, era comerciada con un descuento sustancial de su verdadero valor de mercado. GILSON. Op. cit. p. 624.

<sup>117</sup> GALAI, Dan y Ronald W. MASULIS. «The Option Pricing Model and the Risk Factor or Stock». J. AN. ECON. No. 3. pp. 53, 68-69. 1976.

<sup>118</sup> Los fondos mutuos proporcionaron a tales inversionistas una buena opción para diversificar sin costos tributarios —los inversionistas contribuyeron sus diferentes acciones a un fondo mutuo para realizar un intercambio libre de impuestos. Ver CHIRELSTEIN, Marvin A. «Tax Pooling and Tax Postponement -The Capital Exchange Funds», YALE L.J. No. 75. p. 183. 1965. La provisión de la incorporación, I.R.C. § 351 se enmendó en 1966 para imponer un impuesto a estas transacciones. Ver Pub. L. No.89-809, § 203(c)(1966).

de la sociedad. Las preferencias de riesgo de los gerentes y de los accionistas difieren: la riqueza de los gerentes se ata a sus empresas, y al contrario de los accionistas, ellos no pueden diversificar. Las imperfecciones en el mercado de capitales se dan debido a las preocupaciones morales referentes a prevenir que los gerentes estén en capacidad de pedir prestado el total del valor de sus ingresos futuros en la empresa, lo cual les permitiría que diversificaran su riqueza. Así pues, los gerentes están sujetos al riesgo específico de la empresa. Asumiendo que son adversos al riesgo, buscarán reducir ese riesgo, acción que está en conflicto directo con la preferencia por el riesgo de los accionistas. En tal sentido, los gerentes se comprometerán en fusiones que reduzcan el riesgo específico de la empresa para diversificar sus propios portafolios<sup>119</sup>.

La diversificación a nivel de empresa probablemente viene a ser un costo para los accionistas diversificados cuando las empresas pagan una prima por la adquisición. Esta explicación de las adquisiciones se configura en la discusión del problema principal-agente: las fusiones son transacciones que no maximizan el valor pues benefician a los gerentes a expensas de los accionistas. Los inversionistas asumen los costos de la fusión diversificando pero no reciben un beneficio correspondiente porque se diversifican y por consiguiente, no están involucrados en el riesgo específico de la empresa. En consecuencia, un motivo de diversificación para las fusiones se vincula a la transferencia de riqueza de los accionistas a los gerentes.

Sin embargo, nosotros podríamos dar un giro de maximización del valor a esta explicación de no maximización del valor. Porque el riesgo de los gerentes es reducido por la diversificación, los accionistas pueden estar dispuestos a pagarles menos en compensación.

El riesgo reducido también puede animar a los gerentes a hacer inversiones en capital humano específico de la empresa, lo cual es valioso para los accionistas. Si estas posibilidades ocurren, entonces tanto accionistas como gerentes ganarán de la diversificación de las adquisiciones, y dichas transacciones no deberían caracterizarse, por consiguiente,

como transacciones de no maximización del valor (asumiendo que cualquier pérdida de eficiencia de la diversificación de la fusión no sumerge las ganancias de la reducción de compensación o el incremento de capital humano).

Hay alguna evidencia consistente con la explicación de no maximización del valor en la diversificación. Amihud y Lev y Lloyd, Modani y Hand encontraron que las empresas supervisadas por sus gerentes se comprometerán a diversificar más que las empresas supervisadas por sus propietarios, y el ingreso y el funcionamiento de las empresas supervisadas por sus gerentes se diversificará más que el de las empresas controladas por sus dueños<sup>120</sup>. Pero para distinguir concluyentemente entre las variantes de la explicación de maximización del valor y las de no maximización del valor, necesitaríamos información adicional que es controlada en los niveles ejecutivos de compensación.

## 2. El autotrecimiento

La explicación de la reducción del riesgo de los gerentes por diversificación es un subconjunto de lo que generalmente puede describirse como la perspectiva gerencial de la empresa. La motivación para una adquisición es la maximización de la utilidad del gerente en lugar de la maximización de la riqueza de los accionistas, o más simple que eso, el autotrecimiento. El riesgo puede ser una preocupación, pero el poder puede ser la meta, y éstas son de hecho las explicaciones gerenciales más tradicionales de las adquisiciones<sup>121</sup>.

Si la perspectiva gerencial de la empresa explica las fusiones, entonces esperaríamos una correlación negativa entre los postores y los retornos de la empresa adquirida. Weston, Chung y Hoag han encontrado una correlación positiva significativa en el puro conglomerado y en la extensión de la producción de las fusiones inconsistente con la perspectiva gerencial. Sin embargo, hay estudios que sirven de soporte para esta tesis. Lewellen, Loderer, y Rosenfeld encontraron que hay una relación positiva entre los ingresos anormales de los adquirentes y la propiedad de las acciones de la dirección<sup>122</sup>. Esto indica que los motivos

<sup>119</sup> AMIHUD, Yakov & Baruch LEV. «Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers». BELL J. ECON. No. 12. p. 605. 1981.

<sup>120</sup> Ibidem; LLOYD, William P.; MODANI, Naval K y John H. HAND. «The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value and Merger Activity». J. BUS. RESEARCH No. 15. p. 303. 1987.

<sup>121</sup> Ver, por ejemplo, MARRIS, Robin «A Model of the «Managerial» Enterprise» Q.J. ECON. No. 77. p. 185. 1963.

<sup>122</sup> LEWELLEN, Wilbur; LODERER, Claudio y Ahron ROSENFELD. «Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms». J. ACCT. & ECON. No. 7. p. 209. 1985.

de la perspectiva gerencial pueden ser importantes cuando los incentivos de la dirección para actuar en interés de los accionistas son débiles. Además, Byrd y Hickman encuentran que hay una relación positiva entre los ingresos anormales de los adquirentes y la independencia de sus consejos de dirección. Los ingresos anormales son significativamente negativos cuando menos de la mitad del consejo está fuera del directorio, e insignificativamente negativos cuando la mayoría es independiente, y la diferencia entre los dos grupos es significativa<sup>123</sup>. Esto sugiere que sea probable que los gerentes que no son supervisados se comprometan a no maximizar el valor de las adquisiciones. Finalmente, Mitchell y Lehn han encontrado que los malos postores que hacen buenas empresas adquiridas son pertinentes en este punto. Mientras sostiene que Manne está disciplinando la historia con respecto a las adquisiciones, también apoya a la perspectiva gerencial, ello indica que por lo menos algunas adquisiciones son rotundamente inconcebibles<sup>124</sup>.

### 3. El libre flujo de caja desde el lado de los adquirentes

Mientras el énfasis en la teoría del libre flujo de caja está en la empresa adquirida, el adquirente puede tener ahora también dinero en efectivo libre. Haciendo una adquisición usa el exceso del dinero en efectivo. Esta variante de la explicación del libre flujo de caja es un ejemplo de una explicación de no maximización del valor en las adquisiciones. Sin embargo, la adquisición puede generar menos desperdicio que los gastos alternativos que los gerentes desembolsarían en su ausencia. Como con la explicación de la diversificación, la explicación del libre flujo de caja es un juicio incidental de la explicación más general del autocrecimiento.

Varios estudios proporcionan evidencia consistente con esta explicación. Los

adquirentes experimentan retornos anormales positivos antes de una adquisición<sup>125</sup>, pero ellos también tienen bajos ratios  $q$  de Tobin<sup>126</sup>. Estos resultados sugieren que los adquirentes tengan dinero en efectivo libre<sup>127</sup>. El apoyo más directo viene del estudio de Mitchell y Lehn sobre los postores que llegaron a convertirse en objetivos de una adquisición: los gerentes que son disciplinados como consecuencia de una toma de control son aquellos que se comprometieron en las adquisiciones con un valor presente neto negativo, es decir, aquellos que gastaron el libre flujo de caja.

Mitchell y Lehn encuentran que esto es mejor explicado por la teoría del libre flujo de caja que por la perspectiva gerencial general. Puede entenderse como una unión entre Marris (la explicación gerencial) y Manne (explicación de la gerencia ineficiente), porque para ambos las tomas de control son el epítome del problema de la agencia y a la vez su solución. Específicamente, las empresas cuyos gerentes se comprometen a no maximizar el valor en las adquisiciones - gastando el libre flujo de caja- son adquiridas por ellos mismos, manteniendo la hipótesis de la reducción del costo de agencia con la teoría de que las adquisiciones disciplinan a los gerentes.

Finalmente, un reciente estudio realizado por Lang, Stulz y Walkling mantiene un fuerte apoyo a esta explicación<sup>128</sup>. Ellos encuentran que un incremento de 1% en el libre flujo de caja en el total de los recursos de un postor está asociado con una disminución de 1% en la ganancia del postor en la adquisición sobre su acción ordinaria. Además, el libre flujo de caja explica más de la variación en el retorno del postor que otras variables, tales como el número de postores, la resistencia de la gerencia de la empresa objeto, y el tamaño del postor respecto a la empresa adquirida. Sin embargo, su información no representa un adecuado sustento para apoyar

<sup>123</sup> BYRD, John y Kent HICKMAN. «Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids». 1991. (artículo inédito ubicado en la biblioteca de la autora).

<sup>124</sup> El problema de la información propuesta por Mitchell y Lehn respecto a la perspectiva gerencial es que algunos adquirentes experimentarán ingresos anormales positivos. MITCHELL, Mark L. y Kenneth LEHN. «Do Bad...» Op.cit. Este no debería ser el caso si las adquisiciones fueron motivadas desde una perspectiva gerencial.

<sup>125</sup> ELLERT, James C. Op. cit.

<sup>126</sup> LANG, Harry P.; STULZ, Rene y Ralph A, WALKLING. Op. cit.; SERVAES, Henri. Op. cit.

<sup>127</sup> A diferencia de las empresas adquiridas, los adquirentes de la muestra de Servaes no tienen menos dividendos que otras sociedades similares, aunque éstas no tengan más bajos niveles de deuda y erogación de capital. Ibid. Ver pie de página 62. Las dos últimas diferencias son, sin embargo, menores que las diferencias entre las empresas adquiridas y sus similares.

<sup>128</sup> LANG, Harry P.; STULZ, Rene y Ralph A, WALKLING. «A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns» J. FIN. ECON.No. 29. p. 315. 1991.

la explicación de la expropiación en la que la riqueza es transferida de los adquirentes a los adquiridos, porque el retorno de la adquirida no es afectado por el flujo de caja del postor.

#### 4. La arrogancia y maldición del ganador

Roll ha expuesto otra explicación de la perspectiva gerencial denominada «la hipótesis de la arrogancia»<sup>129</sup>. En este punto de vista, los gerentes buscan maximizar el valor en las adquisiciones, pero cometen errores y sobrevaloran las empresas objeto (o sus habilidades). Cuando el precio de las acciones cae en el anuncio de la oferta, los gerentes no consideran esta advertencia como causante de su error. Más bien, ellos se infectan de orgullo y persisten creyendo que su valoración es la correcta y que el mercado está equivocado. Su arrogancia les impide admitir su error y cancelar el trato y terminan pagando demasiado por la empresa objeto. La transacción se convierte en un traslado de riqueza de los accionistas de la adquirente a los accionistas de la adquirida.

La tesis de Roll se relaciona con el fenómeno de la maldición del ganador de las subastas<sup>130</sup>. Cuando el valor del artículo subastado es incierto para los postores, la persona que ha sobrestimado el valor será el ganador. Esto es porque un error positivo en la evaluación produce una oferta premiada, pero un error negativo no lo hace. La intuición es que el postor ganador paga demasiado - por eso él es el ganador. Ganar es una mala noticia (una «maldición») porque significa que las estimaciones de todos los otros postores eran más bajas. Es decir, el ganador tenía un

error positivo de evaluación más alto<sup>131</sup>. Esta explicación no implica que la adquisición sea *ex-ante* una transacción de valor presente neto negativo (no maximización del valor); más bien, esto ocurre *ex-post*, una vez que hay competencia y una subasta para adquirir la empresa.

Los retornos negativos para las empresas postoras en los años ochenta, cuando aumentaron las subastas para las tomas de control, prestan apoyo a la hipótesis de Roll<sup>132</sup>. Además, Varaiya ha encontrado que los postores pagan demasiado: la diferencia entre ganar la oferta (el retorno anormal) y el valor de mercado combinado del postor y las empresas adquiridas es positiva y significativa (es decir, hay un sobrepago)<sup>133</sup>. Sin embargo, varios investigadores han encontrado que el retorno neto en las adquisiciones es positivo - las ganancias de la empresa adquirida son mayores que las pérdidas del postor<sup>134</sup>, indicando que las tomas de control involucran más que una simple transferencia de riqueza de los accionistas postores a los gerentes y accionistas de la empresa adquirida: hay o una ganancia eficiente o una tercera parte que se beneficia con la transferencia de riqueza que acompaña la transacción.

La maldición del ganador o la hipótesis de la arrogancia no es, además, una explicación de equilibrio de largo alcance porque esperamos que los postores aprendan de su experiencia y ajusten sus ofertas (o no las efectúen) para evitar hacerse acreedores de la maldición del ganador<sup>135</sup>. Sin embargo, si muchos postores se comprometen solamente en una transacción, es posible que el mercado no escarmiente. Los intermediarios financieros que aconsejan a los adquirentes son jugadores

<sup>129</sup> ROLL, Richard. «The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers» J. BUS. No. 59. p. 197. 1986.

<sup>130</sup> En algunas subastas de adquisiciones, los postores hacen ofertas públicas secuenciales. Porque estos no participan en una subasta con ofertas cerradas, ellos no están sujetos a la maldición del ganador (un postor puede pagar una cantidad sobrevalorada por la empresa sin tener la referencia del monto de la oferta de los otros postores) Sin embargo, estas subastas públicas secuenciales se han vuelto muy raras desde que las empresas adquiridas empezaron a convocar subastas en pliegos cerrados, ello desde mediados de los ochenta, después de la decisión de la Suprema Corte de Delaware en el caso *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). Ver texto que acompaña la nota de pie de página 141.

<sup>131</sup> VARAIYA, Nikhil. «The Winner's Curse Hypothesis and Corporate Takeovers» Managerial & Decision Econ. No. 9. p. 209. 1988.

<sup>132</sup> BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. Op. cit. Consideramos que esa información no evidencia la explicación de la arrogancia y maldición del ganador, más bien creemos que evidencia la explicación de la perspectiva gerencial porque el retorno negativo aparece sólo en los años ochenta cuando las subastas fueron relativamente frecuentes. La perspectiva gerencial predecía los retornos negativos para los postores, sin tener en cuenta la existencia de subastas, consideraba las adquisiciones *ex ante* como una transacción de valor presente neto negativo. El retorno positivo en los sesentas (cuando las subastas en pliegos cerrados eran improbables) son inconsistentes con la perspectiva gerencial; pero no con la hipótesis de la arrogancia y maldición del ganador.

<sup>133</sup> VARAIYA, Nikhil. Op. cit.

<sup>134</sup> BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. Op. cit.; KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. Op. cit.; LANG, Harry; STULZ, Rene y Ralph A, WALKING. «Managerial Performance...» Op. cit.

<sup>135</sup> Existe evidencia acerca de postores que han ajustado sus ofertas para evadir llevarse el premio de la maldición del ganador. Ver MCAFEE, R. Preston y John MCMILLAN. «Auctions and Bidding». J. ECON. LIT. No. 25. p. 699. 1987; THIEL, Stuart E. «Some Evidence on the Winner's Curse» AM. ECON. REV. No. 78. p. 884. 1988.

repetidos que podrían transmitir el conocimiento requerido a un nuevo cliente pero este rasgo del mercado no puede ayudar en un determinado momento al postor.

En cualquier transacción específica, los intermediarios tienen incentivos para trabajar contra los consejos revisados más adelante, toda vez que no son mejor pagados cuando su cliente gana la subasta. Por consiguiente, la llave es que si los intermediarios sufren un cambio adverso en su reputación al efectuar el cliente un sobrepago, los cuales dependen de si los tratos son ácidos y el cliente hace saber de las malas recomendaciones del intermediario a otros potenciales clientes. A la larga, esperamos que estos efectos ocurran y que los problemas de sobreofertas sean resueltos en el propio mercado de adquisiciones.

Ninguno de los estudios de los retornos para los postores desagrega su muestra por la identidad del adquirente (repetir las mismas compras). Por consiguiente, no sabemos si se está aprendiendo en el mercado de tomas de control (es decir, si los jugadores ofertan mejor o peor que antes). Si encontráramos que se está aprendiendo (si, por ejemplo, los postores no obtienen nuevamente retornos negativos), entonces la preocupación que nos proporciona la información de los retornos anormales negativos demuestra que la conducta sistemática de no maximización del valor por los adquirentes se mitigará.

## E. Resumen y conclusión

La discusión precedente -las explicaciones sobre las adquisiciones y su evidencia empírica- se resumen en el Cuadro No. 1. La mayoría de los equipos de investigación es consistente con la explicación de la reducción de los costos de agencia o con la de las ganancias por la sinergia. Sin embargo, hay un escaso apoyo para cualquiera de las explicaciones de expropiación, si las víctimas hipotéticas son tenedores de bonos, trabajadores, consumidores o el mismo gobierno. Hay menos apoyo incluso para las explicaciones de ineficiencia del mercado.

La información es más ambigua en cuanto a las explicaciones de no maximización del valor. Las empresas controladas por la dirección se comprometen en las fusiones y diversifican más que las empresas controladas por sus propietarios y algunos adquirentes obtuvieron

retornos anormales negativos en los años ochenta. Pero esta información puede ser también interpretada en consistencia con la explicación de la maximización del valor: la diversificación a nivel de empresa puede reducir los costos de las compensaciones ejecutivas, y la competencia (subastas) reducen los ingresos de los postores y puede llevar a la sobrevaloración (la maldición de ganador). Aún más importante, los beneficios netos de las adquisiciones permanecen positivos cuando el postor y el retorno de la empresa adquirida son cotejados. Este hallazgo socava la interpretación de no maximización del valor porque indica que la ganancia de las adquisiciones es mayor que una simple transferencia de riqueza de los adquirentes a los adquiridos. ( Ver Cuadro No. 1 ).

En consecuencia, leer la literatura como la mayoría consonante con la maximización del valor, refuerza la eficiencia de las explicaciones de las tomas de control. Sin embargo, las diferentes teorías explican sólo subconjuntos de adquisiciones y, aún cuando a través de los estudios empíricos podríamos apuntar en una dirección particular, ninguno es concluyente. Puede haber, entonces, casos de maximización del valor de las adquisiciones así como adquisiciones que transfieren la riqueza de grupos particulares a los accionistas de la empresa objeto, pero éstos deben verse como la excepción, en lugar de verse como la regla general.

## II. IMPLICANCIAS REGULATORIAS

Las tomas de control son reguladas bajo un régimen dual de leyes federales y leyes estatales. La legislación federal principal es la Williams Act<sup>136</sup>, la cual regula ciertas localidades y señala otros requisitos esenciales en el proceso de tomas de control y es administrada por la *Securities and Exchange Commission* y por las Cortes Federales. El Código Tributario Federal y las leyes antimonopolio también afectan las tomas de control, y la revisión y aprobación del Poder Ejecutivo es requerida para ciertas adquisiciones.

Las leyes estatales de tomas de control se aplican a empresas que se desenvuelven en el estado legislado, aunque algunas leyes también se extienden a empresas que operan físicamente en el estado. Mientras los primeros estatutos estatales (primera generación) que establecen transparencia y requisitos para las

<sup>136</sup> Pub. L. No.90-439. 82 Stat. 454 (1968) (modificada por 15 U.S.C. §§ 78g, 78l-78n, 78s (1988)).

ofertas fueron derribados por un precedente que los declaró inconstitucionales por afectar el comercio interestatal en *Edgar v. MITE Corp.*<sup>137</sup>, los estatutos subsecuentes (segunda generación), impusieron restricciones en los derechos de elección de los adquirentes, fueron levantados en *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*<sup>138</sup>. El principal mecanismo de regulación estatal es, sin embargo, el judicial, porque las Cortes vigilan el proceso de oferta, y pueden inmunizar por eso las tácticas defensivas de las gerencias. Porque la segunda generación de los estatutos y las tácticas defensivas judicialmente sancionadas van más allá de lo señalado en la Williams Act sobre los postores, los estados se han vuelto la jurisdicción más importante para la regulación de las tomas de control.

Esta sección busca explicar los efectos intencionales e imprevistos de este régimen regulador dual, señalando los espacios en donde se equivocan los legisladores o políticos y los espacios en los cuales no se equivocan, además de los espacios en los cuales la información no nos permite esbozar conclusiones. No es una revisión exhaustiva. Más bien es selectiva pues enfoca las partes que son consideradas regulaciones críticas. Para facilitar la exposición, la discusión se organiza por el contenido sustantivo de la regulación, en lugar de su fuente (federal, estatal o judicial), aunque en algunas ocasiones éstas son términos similares. Para ver de antemano el fondo de la sección, remítase a revisar el Cuadro No. 2.

## A. La regulación de fomento de las subastas para tomas de control

Uno de los efectos primarios de la regulación de las tomas de control es la facilitación de las subastas para las empresas objeto, cualquier legislación que retarda la consumación de una puja hostil, por ejemplo, incrementa el tiempo para que otro postor entre a la puja atendiendo una solicitud de la empresa objeto o una proveniente de otro lado. La regulación federal lleva más allá las subastas a través de períodos de oferta mínimos de la Williams Act, el retiro obligatorio corrige el 5% de requerimientos revelados de acumulación<sup>139</sup> y la notificación de la pre-fusión, informando y esperando el período de requerimientos de la Hart-Scott-Rondino Act<sup>140</sup>.

Las subastas han sido también promovidas a nivel estatal. La primera generación de estatutos estatales de tomas de control, la cual descubre y escucha requisitos se ha extendido sobre las condiciones de la Williams Act, fueron seguidas por el control de la segunda generación de normas sobre adquisiciones, las cuales requieren a los postores a esperar una reunión de los accionistas antes de que ellos puedan comprar acciones con todos los derechos políticos. Estos estatutos retardan la realización de las ofertas. Es más, las reglas de deberes fiduciarios de la corte de Delaware, como fueron expuestas en *Revlon, Inc., v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*<sup>141</sup>, ordenaron a los gerentes a maximizar el precio que los accionistas reciban cuando su compañía se ponga a la venta, y convoquen a una subasta<sup>142</sup>. Finalmente, la táctica defensiva principal de los gerentes, las *poison pill*<sup>143</sup>, también promueve las subastas, así como permite a la junta directiva

<sup>137</sup> 457 U.S.C. 624 (1982).

<sup>138</sup> 481 U.S. 69 (1987).

<sup>139</sup> Anteriormente, las provisiones contra el fraude de la norma también facilitaban las subastas porque, hasta las *poison pills* proveían una mejor defensa, los gerentes de la empresa objeto contaban con procesos bajo regulaciones que generaban tiempo para encontrar un pretendientes preferidos.

<sup>140</sup> 15 U.S.C. § 18a (West Supp. 1991)

<sup>141</sup> 506 A.2d 173 (Del. 1986).

<sup>142</sup> Los requerimientos de las subastas pueden transmitir la pregunta si las adquiridas se han puesto ellas mismas a la venta. Ver por ejemplo 571 A.2d 1140 (Del. 1990). Aún más, las Cortes aprueban varias técnicas que pueden burlar las subastas, tales como subastas pasivas, *Barkan v. Amsted Indus.*, 567 A.2d 1279 (Del. 1989), y fusiones aprobadas por los accionistas, *Wheelabrator Technologies, Inc. Shareholders Litigation*, Civ. No.11495 (Del. Ch. Sept. 6, 1990), la regla de la subasta de *Revlon* fue reducida en *Paramount Communications v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (del. 1990), la cual, definiendo lo que constituye las condiciones de venta de una empresa, en su más amplia lectura, eximió las fusiones acción por acción *Herd v. Major Realty Corp.*, Civ. No.10707 (Del. Ch. Dec. 21, 1990).

<sup>143</sup> Una *poison pill* es un derecho del plan del accionista mediante el cual los problemas de la empresa tienen una garantía en cada parte de la acción ordinaria (excepto las propiedades por las que ponen en funcionamiento los accionistas) que da a los accionistas la opción de adquirir una acción preferente a un menor precio. El derecho es eventual sobre la ocurrencia de un postor que ofrezca por el común de las acciones o una acumulación de un bloque de acciones ordinarias. Las acciones preferentes tienen un dividendo superior y derechos de liquidación y son convertibles en acciones del adquirente, si la acción ordinaria es intercambiada en una fusión. La junta directiva puede recuperar sus derechos por un monto insignificante en el caso de los ofertantes, pero los derechos llegan a ser no recuperables sobre el bloque de adquisición.

negociar una *redemption pill* con el postor preferido. Pero por adjudicación cuando una *poison pill* es reembolsada, las Cortes pueden reemplazar las juntas directivas como subastadores reales, porque no sólo reprimen el proceso de subasta que la junta directiva escoge, sino también deciden cuándo la subasta concluirá<sup>144</sup>.

La adopción uniforme y persistente de regulaciones que facilitan los aumentos de subastas generan una pregunta obvia: ¿las subastas son deseables? Para facilitar la exposición, la pregunta será dividida en dos partes: si las subastas son deseables en absoluto o en determinados casos.

### 1. ¿Las subastas deben fomentarse en absoluto?

La práctica de fomento de las subastas de tomas de control es asunto de un debate lento en la literatura legal. Muchos comentaristas mantienen que las subastas reducen el número de tomas de control porque la competencia incrementa el precio de la prima de control y reduce los ingresos de los postores y, por consiguiente, les hace ofrecer en primer lugar<sup>145</sup>. Si las tomas de control son un mecanismo para reducir costos de agencia, la consecuencia de las subastas es aumentar el ocio en los directivos, como una disminución en las ofertas se traduce en una reducción en el mercado para la fuerza disciplinaria del mando corporativo. Mientras una subasta aumenta los ingresos *ex post* de una toma de control a una empresa objeto específica, reduce *ex ante* la probabilidad de una toma de control, por eso relaja las preocupaciones externas de los gerentes. Así pues, los accionistas son perjudicados por regulaciones que promueven las subastas. La explicación de la reducción de los costos de

agencia es central para esta posición, la cual concluye que la política de fomento de regulación de las subastas es indeseable.

Otros comentaristas cuestionan la importancia de un efecto adverso de las subastas en el número de ofertas de la toma de control. Desde su punto de vista, los postores tienen medios alternativos para resarcir su inversión (que ellos acumularon antes de hacer la oferta en la postura ganadora)<sup>146</sup> y los costos de búsqueda son bajos (posiblemente un resultado del papel jugado por los intermediarios financieros en el proceso de oferta); por consiguiente, las subastas no reducirán el número de ofertas iniciales, o cualquier disminución será insignificante<sup>147</sup>. Además, si las empresas adquiridas buscan postores, entonces permitirán subastas que refuercen sus incentivos para maximizar sus inversiones en los recursos (para aumentar su atractivo a los adquirentes) así como para proporcionar la información a los postores potenciales<sup>148</sup>.

Algunos incluso han cuestionado si hay ganancias sociales de búsqueda. Hirshleifer muestra que puede haber sobre inversión ineficiente en la producción de información (al ser «primera» materia, como se hace en la compra de la acción ordinaria en información privada), y Bebchuk indica que este análisis es aplicable a las tomas de control<sup>149</sup>. Finalmente, las explicaciones de sinergia sobre tomas de control hacen pensar en un papel útil de las subastas: asegurando que la adquirida se obtiene por el postor que la valoró más (el postor con la ganancia de sinergia más alta de la adquisición)<sup>150</sup>. En este caso, una subasta puede ser un mecanismo más barato que una serie de reventas para mover los recursos al usuario que los valora más<sup>151</sup>.

<sup>144</sup> Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989) (*auction must be fair*); Grand Metropolitan P.L.C. v. Pillsbury Co., Civ. No. 10319 (Del. Ch. Dec. 16, 1988) (mandando la redención de la *poison pill*)

<sup>145</sup> EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. «The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer». HARV. L. REV. No. 94. p. 1161. 1981; SCHWARTZ, Alan. «Search Theory and the Tender Offer Auction». J.L. ECON. & ORG. No. 2. p. 229. 1986.

<sup>146</sup> El éxito de esta estrategia es limitado por restricciones federales y estatales en el número de acciones que el postor puede acumular antes de hacer su oferta. Los tenedores del 5% de las acciones de la empresa pueden revelar su propiedad e intenciones dentro de 10 días de la adquisición bajo la *Williams Act* y las adquisiciones de bloques de tamaños variados activando las normas estatales punitivas de tomas de control. Para una discusión, vea la Parte II.C.

<sup>147</sup> BEBCHUK, Lucian A. «The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension». STAN. L. REV. No. 35. p. 23. 1982; GILSON, Ronald J. «Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense». STAN. L. REV. No. 35. p. 51. 1982.

<sup>148</sup> HADDOCK, David D.; MACEY, Jonathan R. y Fred S. MCCHESENEY, «Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers», VA. L. REV. No. 73. p. 701. 1987.

<sup>149</sup> HIRSHLEIFER, Jack. «The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity». AM. ECON. REV. No. 61. p. 561. 1971; cf. BEBCHUK, Lucian A. «The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Last (?) Reply». J.L. ECON. & ORG. No. 2. pp. 253, 261. 1986.

<sup>150</sup> CRAMTON, Peter y Ian SCHWARTZ. «Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation». J.L. ECON. & ORG. No. 7. p. 27. 1991. Para una elaboración de este argumento, ver Parte II.A.2.

<sup>151</sup> BEBCHUK, Lucian. Op. cit. GILSON, Ronald. Op. cit.

La literatura económica no puede dirimir este debate rápidamente. Para hacer ello de una manera convincente nosotros necesitaríamos conocer lo inconocible -como cuántas tomas de control habrían habido si se hubieran realizado subastas no permitidas. Pero hay alguna investigación sugestiva en el efecto de las regulaciones que fomentan las subastas, y ésta tiende a apoyar a los opositores de las subastas. Los ingresos del postor tendieron a ser negativos después de que se promulgaron las leyes de tomas de control estatales y de la formación de las *poison pills* como táctica defensiva<sup>152</sup>. Además, las empresas con programas de adquisición activos experimentaron los efectos negativos del precio de la acción en la promulgación de la Williams Act<sup>153</sup>. Asimismo, las subastas incrementan las primas<sup>154</sup> y el número de subastas y el tamaño de las primas aumentaron después de que se promulgaron la Williams Act y los estatutos de tomas de control estatales<sup>155</sup>. Esto sugiere que los postores pagan más en regímenes que facilitan las subastas, los cuales reducen sus ingresos. Por lo tanto, estos regímenes detendrán a los adquirentes para hacer sus ofertas. Sin embargo, estos aumentos de las primas no pueden deberse a la Williams Act. Nathan y O'Keefe sugieren que cualquier impacto de esta norma fue, a mejor, retardado, cuando encontraron que las primas por las tomas de control se incrementaron significativamente después de 1974 y no después de 1968<sup>156</sup>. Además, Franks y Harris encontraron que las primas por las tomas de control aumentaron en el Reino Unido después de 1968, lo cual sugiere que los aumentos que Jarrell y Bradley encontraron en los Estados Unidos después

de 1968 pueden no ser atribuibles a la Williams Act<sup>157</sup>.

Algunos estudios proporcionan evidencia que se dirige al efecto de subastas en la incidencia de las ofertas. Jarrell y Bradley encontraron que el número de ofertas disminuyó más después de la Williams Act que el número de adquisiciones<sup>158</sup>. La comparación significa un apoderamiento como un mando para otras variables económicas que afectan estas transacciones. Los autores concluyen que la Williams Act ha desincentivado a los postores. Desgraciadamente, ellos no parecen haber demostrado si la diferencia en el declive por los dos grupos es significativa, y no indican la incidencia relativa de subastas para las dos muestras. Estas omisiones debilitan su conclusión acerca del efecto de la Williams Act.

Hackl y Testani encuentran que los estados que adoptaron los estatutos de tomas de control de segunda generación tuvieron un aumento menor en el número de tomas de control que los estados que no los adoptaron (controlando por el número de empresas incorporadas en un estado)<sup>159</sup>. Esto sugiere que la regulación que promueve las subastas enfría las tomas de control. Pero ellos también encuentran que las primas de la oferta no varían significativamente al ser regulados o no regulados por los estados, y que regulando los estados no experimentan más subastas que los que no se acogieron a los estatutos. Mientras el nivel similar de actividad de las subastas puede explicar la diferencia insignificante en el nivel de las primas en los dos juegos de estados, esta información

<sup>152</sup> BRADLEY y otros. «Synergistic gains ...» Op. cit.

<sup>153</sup> SCHIPPER y THOMPSON. «Evidence on the ...» Op. cit. SCHIPPER y THOMPSON. «The impact ...».

<sup>154</sup> BRADLEY y otros. «The rationale behind...» Op. cit. JARREL. «The wealth...»

<sup>155</sup> GUERIN-CALVERT, Margaret; MCGUCKIN, Robert H. y Frederick R. WARREN- BOULTON. «State and Federal Regulation in the Market for Corporate Control». ANTITRUST BULL No. 32. p. 661. 1987; JARREL, Gregg A. y Michael BRADLEY. «The Economic Effects of Federal and State Regulations on Cash Tender Offers». J.L. & ECON. No. 23. p. 371 1980. Una explicación alternativa sobre esta información es que el mercado de adquisiciones cambió al final de los ochenta con la emergencia de los postores financieros (equipo de inversionistas LBO) como oposición a los adquirentes quienes fueron operadores de la empresa, un cambio que ocurrió independientemente de la existencia de la regulación pro subastas. Estos nuevos postores estuvieron queriendo y habilitando un alto pago debido al quiebre de valoración anticipada, mientras los incentivos de sus intermediarios financieros exacerbaban cualquier tendencia de sobrepago, como fees dependiendo de la valoración del trato. Sin embargo, somos escépticos de la independencia de esta explicación de tendencia temporal en el retorno del postor de los cambios de la regulación, porque cualquier presión de los intermediarios sobre los postores a efectuar sobrepagos tendrían éxito solamente si la amenaza de una subasta fuese probable.

<sup>156</sup> NATHAN, Kevin S. y Terrence B. O'KEEFE, «The Rise in Takeover Premiums: An Exploratory Study», J. FIN ECON. No. 23. p. 101. 1989.

<sup>157</sup> FRANKS, Julian R. y Robert S. HARRIS, «Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985». J. FIN. ECON. No. 23. pp. 225, 238. 1989.

<sup>158</sup> JARREL, Gregg A. y Michael BRADLEY. «The Economic...» Op. cit.

<sup>159</sup> HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth: An Empirical Study». YALE L.J. No. 97. p. 1193. 1988.

implica que el intercambio previsto de una prima superior para una reducida probabilidad de tomas de control no se comprende a través de la regulación<sup>160</sup>. Es posible que los estatutos estatales de tomas de control no produzcan más subastas porque los postores se comprometen en una oferta privilegiada (ellos hacen las ofertas iniciales a precios suficientemente altos para detener la competencia) cuando se enfrentan con una subasta potencial. Los niveles equivalentes de primas por los estados con y sin regulación es consistente con esta posibilidad, porque la oferta privilegiada no necesita maximizar los réditos de la adquirida<sup>161</sup>. En todo caso, no hallar ningún intercambio o primas superiores para menos ofertas socava la posición de los defensores de la subasta, porque indica que una política de fomento de las subastas no puede maximizar los réditos de la adquirida ya sea *ex ante* o *ex post*.

## 2. ¿Las subastas deben ser fomentadas en casos específicos?

Mientras no se pueda determinar concluyentemente si deben prohibirse las subastas, se puede examinar si, una vez hecha una oferta, sosteniendo una subasta, ésta es más razonable en algunas circunstancias que en otras. Hay una extensa y muy sofisticada literatura económica que analiza las subastas e identifica los procedimientos que son eficientes y que aumentan al máximo los ingresos de los vendedores (es decir, obtiene el objeto subastado el usuario que lo valora más)<sup>162</sup>. Cramton y Schwartz aplican los resultados de esta literatura para adquirir en las subastas y enfatizan que la política óptima está en función del ambiente en que se desarrolla la subasta<sup>163</sup>. Éste es un acercamiento prometedor porque es cuestionable si la investigación empírica puede resolver el debate de la subasta más general, de una manera convincente.

Hay dos ambientes prototípicos en el mundo de las subastas: (i) valor común y (ii) valores independientes. En una subasta de valor común, el valor del objeto subastado es el mismo para todos los compradores. Mientras que en una subasta de valores independientes, cada comprador valora el objeto de manera diferente. El ejemplo paradigmático de una subasta de valor común es la concesión de un yacimiento de petróleo (cualquier comprador obtendrá el mismo rédito del petróleo extraído) y, el de una subasta de valores independientes es la venta de una antigüedad (los compradores tienen gustos diferentes y por consiguiente identifican diferentes valores al poseer el objeto)<sup>164</sup>.

Cramton y Schwartz sostienen que, mientras la política actual no haga distinciones, la regulación de tomas de control debería diferenciar por tipo de subasta porque el número óptimo de postores difiere contextualmente: es deseable para restringir el número de postores en el contexto de valor común, pero no en el caso de valores independientes. Como ellos detallan, los postores pueden ser inducidos a entrar o salir de una subasta por el uso juicioso de impedimentos o trabas y de pagos desordenados; así el uso de estos artificios debe ser contrastado con el ambiente de la subasta.

Diferentes explicaciones de las tomas de control están relacionadas con diferentes tipos de subasta, y eso ayuda a establecer cuándo deben ser aplicadas las diferentes reglas de la subasta. Si una toma de control se emprende para lograr ganancias por sinergia, entonces la escena de la subasta es una de valores independientes porque el valor de la empresa adquirida variará con el postor (diferentes postores pueden lograr niveles diferentes de ganancias por sinergia)<sup>165</sup>. En este contexto, una subasta es apropiada porque permite a la empresa adquirida identificar al postor que la valora más alto. La forma óptima de una

<sup>160</sup> Pound encuentra que ciertas enmiendas estatutarias anti tomas de control tienen el mismo efecto: disminuyen la posibilidad de una toma de control pero no incrementan la prima pagada cuando la toma de control ocurre. POUND, John. «The Effects of Antitakeover Amendments on Takeover Activity: Some Direct Evidence», J.L. & ECON. No. 30. p. 353. 1987.

<sup>161</sup> Cuando para los postores es incierto el valor de la adquirida, un postor con una oferta inicial alta puede disuadir a los otros para investigar el valor de la adquirida porque ellos piensan que el primer postor tiene una más alta valoración. Si el postor de la más alta valoración es uno que disuade, entonces la adquirida no será comprada por el precio más alto posible. CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ. «Using Auction...» Op. cit. p. 43. Más importante, aún si el primer postor es el usuario de más alta valoración, la adquirida puede ser todavía comprada a un precio por debajo de su máximo. Ello es porque la oferta privilegiada puede disuadir el ingreso del segundo postor de más alta valoración, el cual resultará en primer pagador de un precio más bajo.

<sup>162</sup> MILGROM, Paul. «Auctions and Bidding: A Primer». J. ECON. PERSP. No. 3. Summer 1989. p. 3

<sup>163</sup> CRAMTON y SCHWARTZ. Op. cit. 150.

<sup>164</sup> En la práctica, los ambientes de la subasta no son puros. Los costos de entrenamiento de las compañías de petróleo pueden diferir, los cuales crean diferencias en la rentabilidad de los compradores y pueden revenderse por antiguas, lo cual resulta en un componente de valor común. El ambiente mixto es llamado como una subasta puesta en correlación.

<sup>165</sup> Ibid. p. 49.

subasta difiere, sin embargo, de si la meta es la eficiencia social (se asegura que el adquirente que valora más alto gana) como oposición a la medida de maximización del rédito (por la cual la empresa adquirida consigue el precio más alto para sus accionistas)<sup>166</sup>. Por ejemplo, una subasta con precio reservado (precio mínimo que el vendedor requiere ofertar) deduce rentas del postor, aumentan las ganancias de las acciones de la empresa adquirida, pero también puede ser ineficiente. Si el precio de reserva está por encima del valor de la empresa adquirida para el postor que la valora más alto entonces las tomas de control fracasarán aunque el valor de la empresa en las manos del postor es más grande que su valor bajo el apoyo de la gerencia.

Si una toma de control es, sin embargo, explicada por una gestión de reducción de costos (eliminando el libre flujo de caja o reemplazando la administración ineficiente) entonces es probable que el ambiente de la subasta sea uno de valor común porque muchos postores podrán mitigar el problema y cada uno obtendrá el mismo valor de la empresa adquirida<sup>167</sup>. J Cramton y Schwartz ofrecen dos prescripciones para la escena de valor común: (1) la junta directiva de la empresa adquirida debe poner la información a disposición de todos los postores; y (2) la junta directiva de la empresa adquirida debe seguir los procedimientos de la subasta inglesa<sup>168</sup>. Ambas prácticas reducen la incertidumbre del postor, y por consiguiente aumentan las ofertas. Esto es porque los postores en las subastas de valor común bajarán sus ofertas por el miedo de la maldición del ganador. Aumentando la información disponible para los postores sobre la empresa adquirida y sosteniendo una subasta inglesa mitigan este problema reduciendo la incertidumbre que genera una baja en los costos de la licitación y reduce la probabilidad de la maldición del ganador.

Cramton y Schwartz llevan más allá su argumento, estableciendo que es indeseable una subasta de valor común comparada con la negociación con un solo comprador. Dado que los costos de la licitación están determinados, mientras el número de postores aumente, la probabilidad de ganar un postor disminuye. Por consiguiente, para mantener el rédito esperado el postor debe reducir su oferta. El rédito de la empresa adquirida es igual a su valor esperado menos la suma de los costos de los postores. Consecuentemente, la empresa adquirida está en mejor posición de reducir el número de postores (no convocando a una subasta), y negociando con un solo postor<sup>169</sup>. Además, esto evitaría la maldición del ganador. Por supuesto, la empresa objeto debe obtener una oferta superior más allá de la limitación, para hacer que ésta valga la pena. Cramton y Schwartz señalan que si las negociaciones fallan, la amenaza de sostener una subasta puede reforzar la posición negociadora de la empresa objeto<sup>170</sup>.

Cramton y Schwartz sostienen que una política apropiada de regulación de subastas depende tanto de la conducta anticipada de los gerentes de la empresa adquirida como del ambiente de la subasta. Porque los diferentes ambientes requieren diferentes políticas de subasta, el acercamiento ideal es discrecional: sostener una subasta cuando la adquisición involucra valores independientes pero no sostenerla cuando es una situación de valor común. Sin embargo, si los gerentes de la empresa adquirida no actúan por el interés de los accionistas, entonces una regla que les concede discreción es indeseable, los gerentes desleales usarían esta discreción para derrotar las ofertas manteniendo las subastas cuando no deben, pretendiendo que un caso de valor común sea uno de valores independientes<sup>171</sup>.

<sup>166</sup> Ibid. p. 40.

<sup>167</sup> Ibid. p. 47.

<sup>168</sup> Ibid. p. 35. Una subasta inglesa es una subasta de ruedas múltiples en las que el postor más alto gana a la reserva del precio del segundo postor más alto. Cada oferta es hecha públicamente, con las ofertas continuando hasta que sólo queda un postor. Cramton y Schwartz sugieren que su análisis muestra una más favorable luz en la conducta de la junta directiva de RJR Nabisco durante las negociaciones de la compra: después de ejecutar una subasta de tipo *sealed-bid*, la junta directiva fomentó otra rueda de ofertas. Ibid. pp. 36, 45. Esto hizo que el proceso de ofertas cierre una subasta inglesa, como el más apropiado procedimiento por maximizar el rédito de RJR en un ambiente de subasta de valor común.

<sup>169</sup> Ibid. p. 35.

<sup>170</sup> Ibid. p. 36. Ellos no discuten el impacto en el éxito de esta estrategia de adopción de su propuesta de ninguna regla de subastas. Ver nota 172, aunque ellos anotan que los adquirentes todavía pagaron las primas en las ofertas del prestamista antes de la promulgación de la *Williams Act* (antes de que las subastas de tomas de control se volvieran comunes).

<sup>171</sup> La batalla por la toma de control de Time-Warner-Paramount puede interpretarse como un ejemplo del mismo problema. La dirección de Time evitó una subasta fusionándose con Warner. Mientras esta conducta (negociando con un aspirante) sería apropiada en un contexto de valor común, ésta era claramente una escena de valores independientes porque las ganancias de sinergia se esperaban de la fusión de negocios complementarios. Por consiguiente, aunque una subasta fue garantizada para aumentar al máximo los réditos, la dirección impidió deliberadamente la subasta.

La preocupación acerca del problema de la agencia lleva a Cramton y Schwartz a pensar en opciones de política determinadas por una ley de promedios: escoge el acercamiento que es consistente con la mayoría de las tomas de control y elimina toda discreción administrativa. Ellos afirman que la mayoría de las tomas de control involucran escenas de valor común y, por consiguiente, proponen una nueva regulación, una prohibición de la subasta. Esto traería consigo la revocación de los estatutos que fomentan las subastas (en particular, el período mínimo de oferta que regula la Williams Act) y los deberes de la Junta Directiva establecidos en Revlon, así como la prohibición de *poison pills*. La política de opción también depende de una tercera variable, la meta de la nueva regulación. Cramton y Schwartz defienden la eficiencia social, en lugar de la maximización del rédito de la empresa adquirida como meta apropiada, la misma que para las subastas de valor común es fomentada por una prohibición de la subasta<sup>172</sup>. Si la meta es en cambio la maximización del rédito de la empresa adquirida entonces una subasta sería recomendable aún en la escena de valor común porque aumentaría réditos comparados con un proceso no regulado en el que los postores dirigen sus ofertas a los accionistas dispersados<sup>173</sup>. Sin embargo, como se discutió anteriormente, es deseable restringir la entrada en una subasta.

Como Cramton y Schwartz señalaron, su propuesta política de prohibir las subastas era

provisional porque la evidencia que identifica el ambiente de la subasta común es «escasa»<sup>174</sup>. Si la mayoría de las tomas de control fueran subastas de valores independientes, entonces la política apropiada sería lo contrario de lo que ellos proponen, una sola regla de subastas para todos los casos. Se duda en defender la adopción de la regla general comparada con una aproximación discrecional, por tres razones. Primero, leyendo la información más favorablemente para los argumentos de Cramton y Schwartz, el ambiente de la subasta ha variado clara y dramáticamente con el tiempo: las tomas de control de valor común parecen ser más típicas en los últimos años que en tiempos anteriores, en los cuales el conglomerado y las fusiones (los valores independientes) predominaron<sup>175</sup>. La liquidez en el ambiente de las tomas de control con el tiempo sugiere precaución al aplicar una regla general, porque la opción adoptada no siempre será la apropiada y además cambiar el régimen legal es a menudo difícil y siempre costoso<sup>176</sup>.

Segundo, Cramton y Schwartz rechazan una aproximación discrecional por miedo a que la dirección pueda habilitar una subasta por pretexto en los casos de valor común porque mientras el postor litiga para evitar una subasta, la dirección de la empresa objeto ganará tiempo para encontrar a otros aspirantes (en efecto ejecutar una subasta)<sup>177</sup>. Este problema, sin embargo, puede resolverse sin prohibir las subastas. A los adquirentes se

<sup>172</sup> CRAMTON y SCHWARTZ. Op. cit. p. 45.

<sup>173</sup> Ibid. p. 45.

<sup>174</sup> Ibid. p. 46.

<sup>175</sup> Cramton y Schwartz caracterizan las tomas de control de tipo *bust-up*, las cuales dominaron el panorama en los años ochenta, como subastas de valor común. En esta clase de tomas de control, diferentes recursos y divisiones de la empresa objeto son vendidos a compradores diferentes en industrias relacionadas. Cramton y Schwartz señalan que estas tomas de control deben verse como subastas de valor común porque cualquier postor puede obtener el mismo valor vendiendo pedazos. Sin embargo, la clasificación no es tan limpia como ellos sugieren, y esto enturbia la opción de la política apropiada. Considere la toma de control de Revlon. El adjudicatario, Ronald Perelman, retuvo la división de cosméticos y vendió la división de cuidado de salud a una empresa en la misma industria. El postor competidor, Forstmann-Little habría retenido la división de cuidado de salud y habría vendido la división de los cosméticos. Esta toma de control es una de tipo *bust-up* (vendiendo pedazos creados y obteniendo más valor que la empresa intacta) todavía claramente, las estrategias de los diferentes adquirentes difirieron y las ganancias de sinergia estaban presentes. Cramton y Schwartz definen la última condición como apropiada para una subasta de valores independientes, pero el anterior como apropiado para un valor común. Una subasta que combina ambos componentes, como Revlon, es una subasta afiliada a un ambiente en que la forma de subasta inglesa es óptima. Ibid. pp. 44-45. Porque no pensamos que la situación de Revlon es aberrante, encontramos molesta la clasificación *bust-up* de las tomas de control como subastas de valor común. Esto hace la opción de una regla obligatoria de ninguna subasta aun más problemática.

<sup>176</sup> El modelo variable de ambientes de subasta es interesante desde una perspectiva económico-política cuando consideramos la elección del momento adecuado de regulación de tomas de control que facilita las subastas. Los gerentes son los primeros impulsores de la regulación estatal. ROMANO, Roberta. «The Political Economy of Takeover Statutes». V A. L. REV. III. No. 73. 1987. La subasta debió haber sido favorable en los primeros años, cuando las adquisiciones exhibieron valores independientes de propiedad, todavía el estallido de regulaciones estatales vino al frente, y de hecho aceleró, cuando el ambiente de la subasta típico cambió a uno de valor común. No es sorprendente que se promulgaran leyes que promuevan las subastas cuando el ambiente cambió porque en la escena de valor común, las subastas más probablemente derrotaban las ofertas, el resultado que una dirección infiel prefiere.

<sup>177</sup> CRAMTON y SCHWARTZ. Op. cit. p. 46.

les podría permitir resarcir los daños y perjuicios por la búsqueda y los costos de la licitación que se celebró injustamente, o que intentaron celebrar, por medio de una sentencia judicial contra determinados gerentes demandados. Como Cramton y Schwartz señalan, las Cortes podrán determinar si la conducta de los gerentes fue apropiada, por lo que la ciencia económica sobre tomas de control puede instruir a las Cortes en el criterio para procedimientos aceptables de subasta mediante la identificación del ambiente de la subasta<sup>178</sup>. Particularmente en él pueden hacerse preguntas específicas. Por ejemplo, ¿existe libre flujo de caja?, ¿hay economías de escala o alcance?, ¿las acciones revertidas del postor y la empresa adquirida están positivamente correlacionadas?, ¿la empresa adquirida se ha estado desempeñando tan ineficientemente que necesita que sus directivos sean reemplazados?. Mientras las Cortes tengan que obtener la información de la empresa adquirida y de la adquirente para resolver, la conducta estratégica -de los postores y la administración de apoyo que proporcionan la información selectiva o engañosa con la esperanza de obtener un trato preferencial en la subasta- se reprimirá por los intereses de los litigantes que están en el agudo conflicto.

Tercero, se es escéptico con relación a si las Leyes Corporativas deben, como Cramton y Schwartz mantienen, instruir a los directivos de la empresa objeto para perseguir la eficiencia social en lugar de la maximización del rédito cuando se presenta una oferta. Optar por la eficiencia social en lugar de la maximización del rédito demuestra sentido común sobre derechos de propiedad: nuestro sistema económico tiene sus premisas en la transferencia consensual de la propiedad en las transacciones comerciales privadas. Todavía desde un modelo

de eficiencia social, los accionistas de la empresa objeto deben ser compelidos para vender a cualquier postor por una cantidad trivial sobre el precio de mercado y así transferir los recursos al usuario que más los valora. La mayoría, excepto los utilitaristas<sup>179</sup>, encontraría tal regla inaceptable, pero es la implicancia lógica de implementar tal política<sup>180</sup>.

Una política de no subastas impondría un costo social, un precio superior para el capital, porque los dueños de las acciones ordinarias ya no compartirían las ganancias de las tomas de control. Si los postores son de accionariado difundido, entonces esto no afectaría el costo del capital porque lo que los accionistas pierden por el lado de la empresa adquirida, lo ganan por el lado del postor<sup>181</sup>. Sin embargo, en los ochenta muchos postores, particularmente LBOs, eran sociedades cerradas, y por consiguiente, las primas perdidas no eran compensadas por las ganancias en otras posturas o tenencias en una carpeta diversificada<sup>182</sup>. Por supuesto, la ganancia social discutida en la sección anterior, aumentó la búsqueda del postor para las adquisiciones de empresas objeto, lo que probablemente haría la ganancia de las tomas de control más eficiente, debe ser equilibrado con el costo social de prohibir las subastas.

La búsqueda de la eficiencia social de Cramton y Schwartz puede ser armonizada dentro de una estructura consensual de la propiedad privada como una afirmación del régimen que preferirían los accionistas antes de que sea hecha una oferta. La maximización del rédito y la eficiencia social divergen cuando el análisis es condicionado por la existencia de una oferta, pero los dos pueden coincidir cuando el análisis considera el efecto incondicional de las subastas en las tomas de control (si las subastas disminuyen o no el número de ofertas iniciales).

<sup>178</sup> Ibid. p. 49.

<sup>179</sup> SCHWARTZ, Alan. «The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory». J. LEGAL STUD. No. 17. p. 165. 1988.

<sup>180</sup> COFFEE. Op. cit. pp. 1165-1166.

<sup>181</sup> EASTERBROOK, Frank y Daniel R. FISCHER. «Corporate Control Transactions», YALE L.J. No. 91. p. 698. 1982.

<sup>182</sup> La neutralidad en la regulación de las subastas para tomas de control podría ser no deseable si los inversionistas no pueden diversificar en adquiridas y adquirentes. Esto es porque un *bias* a favor de las adquiridas es compensado por la habilidad de los adquirentes para obtener una división desigual de la ganancia, una habilidad que no está relacionada al valor del descubrimiento de la información con la que contaban los adquirentes sobre la adquirida ni con sus costos de búsqueda (por tanto, no relacionado a la meta de eficiencia social), y más bien deriva, en cambio, de un peculiar problema estructural de la corporación moderna: la propiedad se dispersa entre muchos accionistas en lugar de concentrarse en pocas manos. Esta estructura genera acuerdos ineficientes sin protección de la subasta, proporcionando a los postores una suerte inesperada comparada a lo que ellos recibirían si tuvieran la posibilidad de negociar con un solo propietario. BEBCHUK, Lucian A. «The Sole Owner Standard for Takeover Policy». J. LEGAL STUD. No. 17. p. 197. 1988. Sin embargo, la información sobre tomas de control en Francia indica que éstos son aparentemente desiguales con esta disputa: las primas pagadas por los grupos de control privados son substancialmente menores que aquellos pagados en las ofertas de públicas. ECKBO, B. Espen y Herwig LANGOHR. «Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France». J. FIN. ECON. No. 24. pp. 363 1989. Lamentablemente, Eckbo y Langohr no proporcionan ninguna explicación, institucional o de otra clase, para este hallazgo contraintuitivo.

La conveniencia del fomento de subastas en situaciones específicas, por consiguiente, no es independiente de la pregunta general, si se debe fomentar todas las subastas, y la validez de la propuesta política de Cramton y Schwartz para prohibir las subastas, finalmente se basa en un resultado antisubasta del debate global de la subasta.

Este reconocimiento resalta la necesidad de una política discrecional porque la resolución de ese debate es incierta. Se reformula la política si nos preguntamos si los accionistas, detrás de un velo de ignorancia (es decir, antes de saber que su empresa es objeto de una oferta) preferirían una prima más baja y un aumento de probabilidad de recibir una oferta (el intercambio de la política de «no subastas») a una prima superior acompañado por una reducida probabilidad de una toma de control y un aumento consecuente de los descuidos de la directiva (el intercambio de «siempre subastas»). En lugar de ordenar la política pública sobre la base de la especulación acerca de las preferencias del accionista sobre estos intercambios, la política más apropiada es permitir a las partes que tienen sus recursos en juego, los accionistas, escoger si habilitan o no la subasta de tomas de control para sus empresas<sup>183</sup>. Una aproximación trata del mantenimiento de derechos de propiedad privada tomando los precedentes de la maximización del bienestar social global, y así, a diferencia de la propuesta de Cramton y Schwartz, permite a los accionistas intercambiar ofertas por primas, en lugar de requerir maximización del número de ofertas. Un mecanismo para implementar la política de opción del accionista es mantener la Williams Act como la regla principal para promover subastas, con dos enmiendas: una condición que exija a la directiva proporcionar igual información a todos los postores (como Cramton y Schwartz señalaron para las subastas); y otra que permita a los accionistas optar fuera de la Williams Act si no quieren que sus empresas habiliten subastas. Para garantizar que los accionistas tengan la palabra final sobre ejecutar o no una subasta, todas las tácticas defensivas

de dirección deben estar sujetas a la aprobación de los accionistas, como en el artículo 8 propuesto en el Décimo Tercer Consejo Directivo sobre Tomas de Control de la Comunidad Europea<sup>184</sup>. Sin embargo, esta propuesta no aplicada está tan limitada como la Directiva sobre las tácticas defensivas una vez que ha sido hecha una oferta, tal restricción mina la política de aprobación del accionista fomentando que los gerentes emprendan políticas defensivas o preventivas para mantener sus empresas «a prueba de tomas de control». Es más, los estatutos estatales sobre tomas de control que fomentan las subastas deberían ser formados como para «elegir» en lugar de «dejar elegir» regímenes, para colocar la decisión de la habilitación de la subasta totalmente en manos del accionista<sup>185</sup>.

Una más compleja pero igualmente factible alternativa para los Códigos Corporativos sería disponer un menú de reglas estatutarias sobre las subastas. Los estatutos de cada empresa incorporarían una regla sobre subastas, así como actualmente contienen disposiciones sobre indemnización, derechos de voto del accionista, etc. Los estatutos podrían prohibir las subastas, requerir las subastas, proporcionándoles la discreción a los gerentes (ejecución de subastas), especificar condiciones bajo las cuales los gerentes deben ejecutar las subastas o permitir a los accionistas ejecutar subastas que podrían lograrse requiriendo la aprobación del accionista de los planes del *poison pill* y del *redemption pill*, o incluyendo las disposiciones tales como *sunset poison pills* (desplazamiento automático que transcurre sin la aprobación periódica del accionista).

Bajo una aproximación de menú del estatuto corporativo, el proceso de enmienda del estatuto tendría que quitar el control a los directivos para proporcionar autonomía a los accionistas mayoritarios, los accionistas deben tener el derecho para iniciar y adoptar las disposiciones del estatuto en las subastas sin la aprobación de la Dirección, preocupándose de los problemas de la agencia en la escena de la toma de control<sup>186</sup>. El

<sup>183</sup> Para una discusión de por qué las políticas paternalistas (como incluir reglas obligatorias) hacia los accionistas es impropia, vea GORDON, Jeffrey N. «The Mandatory Structure of Corporate Law», COLUM. L. REV. No. 89. pp. 1549, 1556-1566 1989; ROMANO, Roberta. «Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws». COLUM. L. REV. No. 89. p. 1599 1989.

<sup>184</sup> GILSON, Ronald. «The law and finance of corporate acquisitions» pp. 450-451 (Supp. 1991).

<sup>185</sup> Esto asume que los gerentes no dudarán en poner una provisión de pro-subasta en la agenda, comparado a una agenda anti-subasta. Veá Romano, «The Political Economy of Takeover Statutes». Op. cit. p. 187.

<sup>186</sup> Cuarenta y ocho estados, incluido Delaware, requieren las enmiendas legislativas para iniciar el Directorio (California es la excepción importante), y la mayoría de los Estados exigen que las enmiendas sean aprobadas por el Directorio y por los accionistas. SOLOMON, Lewis D., SCHWARTZ, Donald E. y Jeffrey D. BAUMAN, «Corporations: law and policy, materials and problems» p. 585 (2d ed. 1988). Porque el régimen actual permite las subastas, en el centro de la corriente las enmiendas tienen efectos similares pues no proponen ningún problema con respecto a un efecto adverso en la riqueza del accionista. La apreciación corregida para las enmiendas que tienen efectos adversos en la riqueza son más adecuados para responder a las preocupaciones sobre el oportunismo al centro de la corriente que un régimen obligatorio que prohíbe tales cambios. Veá ROMANO, Roberta. «Answering the Wrong...» Op. cit. El oportunismo al centro de una corriente es un problema menos urgente si los accionistas, y no los gerentes, inician las enmiendas.

problema crucial es la opción de la regla supletoria, mientras que no se crea que alguna regla de la subasta de Cramton y Schwartz debe ser la posición supletoria, el severo conflicto de intereses de la dirección en la escena de la toma de control, la regla supletoria debe otorgar el mando al accionista mayoritario sobre el proceso de la subasta como lo hace el régimen actual.

Hay algunas investigaciones empíricas que sostienen que se debe permitir a los accionistas escoger el régimen de la subasta, en lugar de ordenar un régimen de hacer subastas. Tácticas defensivas que los accionistas aprueban tienden a no tener efectos negativos en el precio de la acción comparadas con aquellas que no las aprueban<sup>187</sup>. Pero hay límites en un sistema de votación, así como no todas las disposiciones de los estatutos aprobadas por los accionistas tienen efectos positivos en el precio de la acción<sup>188</sup>. Una explicación para las diferentes reacciones en el precio de las acciones depende de la composición de la propiedad. Los precios de las acciones reaccionan positivamente en defensa de las enmiendas de los estatutos cuando la propiedad de acciones de los directivos es baja (menor al 10%) así, las disposiciones mejoran la capacidad de negociación de los accionistas dispersos, y negativamente cuando la propiedad de acciones de los directivos es alta y puede por eso que bloqueen una oferta<sup>189</sup>. Entonces se podría esperar encontrar, bajo una aproximación de un menú en los estatutos, diferencias en la composición de propiedad de empresas que se muestran en las diferentes preferencias sobre las reglas de la subasta. Sería por consiguiente probable que los diferentes estados escojan diferentes reglas supletorias de subasta, dependiendo de sus clientelas corporativas.

Hay una pregunta, si el efecto de una disposición estatutaria requiere de la aprobación del accionista de la *redemption pill*, es diferente

de uno en que se prohíben los *poison pills*, como el régimen de Cramton y de Schwartz - Si los accionistas no vigilan sus acciones, cuando no reembolsen una *pill*, entonces los dos regímenes serían iguales. Se necesita saber si los accionistas pueden forzar una subasta (revisión de la oferta ascendente) que es el ostensible propósito de una *poison pill* no vigilando una oferta baja en la ausencia de un *poison pill*. Si ellos pueden, entonces su derecho de reembolsar las *poison pill* sería innecesario e indeseable desde que agregaría una capa extensa de gasto para la consumación de una oferta.

Mientras ninguna información se dirija a responder directamente esta pregunta, hay alguna evidente prueba indirecta -los accionistas no parecen ser coactados para aceptar las ofertas bajas. Las ofertas parciales en las primas pequeñas tienden a ser rechazadas, y cuando hay competencia entre una oferta para cualquiera o todas las acciones y una oferta de dos etapas, una con valor más alto, calculado por la prima combinada, gana<sup>190</sup>. Además, las empresas sin *poison pill*, más probablemente parecen ser objeto de una subasta que las empresas con tales defensas<sup>191</sup>.

Esta información es consistente con el punto de vista de los accionistas de las *redemption pill* y una prohibición de *poison pill* son equivalentes regímenes (no se compelerán los accionistas para vigilar las ofertas bajas, y las subastas todavía ocurrirán, en la ausencia de *poison pills*) pero porque estos resultados son de un régimen en que se permiten las subastas, no se debe extrapolar apresuradamente de cómo y qué serían las primas, o cómo reaccionarían los accionistas, si se prohibieran las subastas.

Bajo la aproximación del menú estatutario corporativo de las subastas, los legisladores preocupados por la equivalencia incierta pueden mantener el *status quo* como regla

<sup>187</sup> Compare LINN, Scott C. y John I. McCONNELL. «An Empirical Investigation of the Impact of «Antitakeover» Amendments on Common Stock Prices». J. FIN. ECON. No. 11. p. 361. 1983 con MALATESTA, Paul H. y Ralph A. WALKING. «Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure». J. FIN. ECON. No. 20. p. 347. 1988.

<sup>188</sup>JARRELL, Gregg A. y Annette B. POULSEN. «Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980» J. FIN. ECON. No. 19. p. 127. 1987.

<sup>189</sup> McWILLIAMS, Victoria B. «Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals». J. FIN. No. 45. p. 1627. 1990. Para un modelo de accionista con derecho a voto que es consistente con estos resultados y crítico de historias de apatía racionales del accionista con derecho a voto que produce llamadas para reglas obligatorias más bien la opción de accionistas electores. vea ROMANO, Roberta. «Answering the Wrong...» pp. 1608-1610.

<sup>190</sup> COMMENT, Robert y Gregg A. JARRELL. «Two-Tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free Riding Shareholder», J. FIN. ECON. No. 19. p. 283. 1987.

<sup>191</sup> RYNGAERT, Michael. «The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth». J. FIN. ECON. No. 20. p. 377. 1988.

supletoria. Los accionistas simplemente escogerán entre éstos, así como otras opciones en las subastas de adquisiciones, y la información necesaria para resolver la pregunta será obtenida de la experiencia desarrollada bajo los diferentes regímenes de las subastas. Esta flexibilidad parece particularmente apropiada en un determinado ambiente dinámico de subasta en que las diferentes reglas son apropiadas para diferentes contenidos.

## B. Regulación que restringe las tomas de control de dos etapas

Muchas leyes estatales sobre tomas de control impiden a los postores hacer las adquisiciones en dos etapas (una oferta propuesta para ser seguida de una fusión y así obtener 100% de las acciones) y son estructuralmente coercitivas, es decir *front-end loaded*. En una toma de control de dos etapas de tipo *front-end loaded*, la ganancia es desigualmente distribuida a través de los dos pasos para inducir a los accionistas de la empresa objeto a proponer el primer paso en el que el postor gana el control. Este tipo de explícita preocupación de la regulación es el capital horizontal, asegurando que todos los accionistas de las empresas objeto reciban el mismo precio por sus acciones. Igual tratamiento, el cual se piensa previene a los accionistas a ser forzados a proponer, es consistente con el principio fiduciario de la ley corporativa que exige que las distribuciones del accionista deben ser a prorrata. Los ejemplos son el precio justo, los derechos de redención y los estatutos de combinación de comercios<sup>192</sup>. El requisito de la Williams Act de aceptación de la prorrata de acciones suscritas en exceso en las ofertas indica una preocupación similar a la del capital horizontal.

La preocupación por el capital horizontal es independiente de la explicación de las tomas

de control, y así la evaluación de la eficiencia de esta necesidad de la aproximación regulatoria no da luz si la prima es debido a la ganancia eficiente o a la transferencia de riqueza. Sin embargo, si estos estatutos detienen las ofertas, entonces la distinción importaría porque reforzar la eficiencia está en oposición a la redistribución pura, probablemente deben fomentarse las transacciones. ¿Se debe considerar si se está confrontando el debate de la subasta simplemente en un modo diferente: los accionistas prefieren el tratamiento igual a cambio de una probabilidad reducida de una oferta, sobre el tratamiento desigual a cambio de una oportunidad mayor de una oferta?

Hay alguna evidencia que el voto de los accionistas en estas enmiendas compara la probabilidad de que el inversionista sería tratado desigualmente. Los inversionistas institucionales que pueden proponer rápidamente participarán siempre en el primer paso de una oferta en dos etapas, por eso los beneficios de una interfaz primera cargan la estructura de la oferta, y se opone las enmiendas<sup>193</sup>. Sin embargo, no es analíticamente obvio que las restricciones de la oferta en dos etapas disminuirán el número de ofertas, cuando ellos sólo necesitan redistribuir los fondos entre los accionistas de la empresa adquirida en lugar de las primas de aumento<sup>194</sup>. Hay evidencia empírica incipiente acerca de estatutos que restringen las ofertas en dos etapas y detienen las tomas de control. Por ejemplo, los estatutos del precio equitativo no parecen tener un efecto negativo en el precio de las acciones aunque otros estatutos más restrictivos sí lo hacen<sup>195</sup>. Además, Hackl y Testani encuentran que los estatutos de precio equitativo tienen un menor impacto negativo en el número de tomas de control exitosas que otros estatutos<sup>196</sup>. Hay también evidencia que sugiere que la amenaza de las ofertas en dos etapas *front-end-loaded* se

<sup>192</sup> La combinación de negocios del estatuto también tienen el efecto de generar una toma de control menor probablemente prohibiendo al adquirente retirar dinero en efectivo de la adquirida en una transacción relacionada para un número específico de años, incluso a un precio equitativo. Este rasgo más restrictivo se analiza en la Parte II.C.

<sup>193</sup> ROMANO, Roberta. «The Political Economy...» Op. cit.

<sup>194</sup> Grossman y Hart sostienen que debe permitirse a los adquirentes hacer ofertas de dos etapas a la interfaz primera, o por otra parte diluir los ingresos a los accionistas de la adquirida, para inducirlos a participar en la subasta. GROSSMAN, Sanford J. y Oliver D. HART. «Takeover Bids, the Free-Rider Problem and The Theory of The Corporation». BELL J. ECON. No. 11. p. 42. 1980. Sin embargo, la teoría de Grossman y Hart no es muy fuerte. Bajo una variedad de condiciones razonables, no es necesario excluir a los accionistas difundidos (por ejemplo, para requerir la dilución en una oferta de dos etapas) para que se produzcan tomas de control exitosas. Vea BAGNOLI, Mark y Barton L. LIPMAN. «Successful Takeovers without Exclusion». REV. FIN. STUD. No. 1. p. 89. 1988. Así, como una materia teórica, estos estatutos no necesitan detener las ofertas.

<sup>195</sup> HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation...» Op. cit. KARPOFF, Jonathan M. y Paul H. MALATESTA. «The Wealth Effects of Second Generation Takeover Legislation». J. FIN. ECON. No. 25. p. 291. 1989; ROMANO, Roberta. «The Political Economy of...» Op. cit.; SCHUMANN, Laurence. «State Regulation or Takeovers and Shareholder 'Wealth: The Case of New York's 1985 Takeover Statutes». RAND J. ECON. No. 19. p. 557. 1988.

<sup>196</sup> HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation...» Op. cit.

exagera. Las primas combinadas en las ofertas en dos etapas no son significativamente diferentes de las primas en las ofertas para cualquiera y todas las acciones<sup>197</sup>.

Más importante, la adopción voluntaria de los accionistas de modificar los estatutos con efecto similar de estos estatutos sugiere que los accionistas pueden bien desear un tratamiento igual. Las disposiciones estatutarias del precio equitativo tienen efectos significativos en el precio de la acción mientras otras modificaciones anti-adquisiciones producen reingresos significativamente negativos<sup>198</sup>. Esto con toda seguridad indica que los inversionistas no se preocuparán por estas restricciones o, que estas restricciones no tienen ninguna repercusión sobre el éxito u ocurrencia de la oferta (explicaciones que no son mutuamente excluyentes). Porque la legislación no requiere de la aprobación del accionista, mientras que una modificación estatutaria sí lo hace -como se ha comentado anteriormente- es preferible optar por los estatutos de tomas de control a no hacerlo<sup>199</sup>. Esta aproximación pone término a cualquier preocupación en relación con el lobby entre gerentes y legisladores cuando ellos anticipan que la aprobación voluntaria del accionista no puede obtenerse. Pero la literatura económica no proporciona suficientes bases para tomar una seria excepción para la regulación del capital horizontal.

### C. Regulación que restringe los derechos de propiedad de los postores

Algunas leyes estatales de segunda y tercera generación sobre las adquisiciones van más

allá de la regulación de ofertas en dos o más etapas, y corrige por medio de severas restricciones los derechos de propiedad de los postores teniendo el efecto de «mostrar taponés», (tácticas que matan una oferta)<sup>200</sup>. El control de los estatutos sobre adquisición de acciones niega a los postores los derechos políticos de las acciones (niega a los postores el derecho de comprar las acciones) sin la aprobación de todos los otros accionistas. El estatuto de las uniones comerciales en bloque prohíbe a los postores contratar transacciones relacionadas con la empresa adquirida para después obtener el control, por un número específico de años, aun cuando los accionistas restantes aprueben que la transacción sea pagada a un precio equitativo. Los estatutos que discrepan impiden a los postores que no tuvieron éxito, vender sus acciones de la empresa adquirida, con ganancias. Estos estatutos elevan el costo de algunas tomas de control, y así congelan las ofertas. Las acciones sin derechos políticos obviamente no tienen valor para los adquirentes que buscan el control para llevar a cabo sus propios planes comerciales<sup>201</sup>. Los compradores altamente aventajados necesitan el acceso a los recursos de la empresa adquirida para mantener los pasivos que hacen posibles sus ofertas, y las empresas no tienen que hacer adquisiciones de respaldo que puedan ser cruciales para el éxito de una toma de control<sup>202</sup> cuando enfrentan un impuesto de 100%.

La investigación empírica demuestra que estos estatutos tienen un efecto más perjudicial en las tomas de control que en la regulación de la oferta en dos etapas. Hackl y Testani encuentran una inactiva declinación de las tomas de control exitosas en el control estatal de los estatutos de adquisición, más que en

<sup>197</sup> COMMENT, Robert y Gregg A. JARRELL. Op. cit.

<sup>198</sup> JARRELL y POULSEN. Op. cit.

<sup>199</sup> ROMANO, Roberta. «The State Competition Debate in Corporate Law». CARDOZO L. REV. No. 8. p. 709. 1987.

<sup>200</sup> La línea de división entre las generaciones es la popularidad del estatuto antes y después de la decisión CTS del Tribunal Supremo. Por ejemplo, la porción de mando de la adquisición y el precio equitativo son llamados de segunda generación, por cuanto la combinación comercial y los estatutos son considerados estatutos de tercera generación. La enmienda de Exon-Florio al *Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988* que autorizó ampliamente una revisión y aprobación presidencial de adquisiciones por los ataques de extranjeros en esta categoría de regulación que podría detener ciertas tomas de control. Esto no es discutido en el texto porque relativamente pocas transacciones han sido enviadas al presidente para tal decisión y todas menos dos han sido aceptadas. GILSON, Ronald. «The law and finance...» p. 676. El número pequeño de las transacciones revisadas puede evidenciar que el Act ha tenido un mínimo efecto disuasivo en los inversionistas extranjeros, o que ha tenido un impacto pequeño en la práctica.

<sup>201</sup> Algunos practicantes sostienen que la porción de mando de los estatutos de la adquisición no es disuasivamente eficaz porque una vez que un postor anuncia una propuesta de adquisición, las porciones de la adquirida se adquirirán por el que gana si la oferta tiene éxito y quién votará por consiguiente siempre a favor del postor. ALVA, Curtis. «Delaware and the Market for Corporate Charters: History and Agency». DEL. J. CORP. L. No. 15. pp. 885, 907. 1990. Las porciones de mando de los estatutos de la adquisición revisadas en Pennsylvania y Ohio remedian esta preocupación despojando los derechos de voto de las porciones adquiridas después del descubrimiento de la adquisición de porción de mando propuesta.

<sup>202</sup> CHOI, Dosoung. «Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control». J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS» No. 26. p. 391. 1991; POUND, John. «Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight». J. FIN. ECON. No. 20. p. 237. 1988.

los anteriores, incluyendo la regulación del precio equitativo<sup>203</sup>. Estudios sobre el precio de las acciones también encuentran significativos reintegros negativos y anormales en la promulgación de la unión comercial en bloque, en la adquisición de acciones de control y en los estatutos discrepantes del precio equitativo y otras disposiciones<sup>204</sup>. Así, los inversionistas evalúan el impacto más adverso de estos estatutos. Es más, cuando las empresas no optan por el estatuto de tomas de control de Pennsylvania que incluyó la más refinada adquisición de acciones de control y disposiciones discrepantes, ellos experimentaron ingresos anormales positivos<sup>205</sup>. Esta información, junto con la evidencia de que la mayoría de las tomas de control son transacciones elevadamente eficientes, establecen que los estatutos cuyo efecto es frustrar las ofertas son el reflejo de una política pública pobre.

Debe señalarse, sin embargo, que los gerentes pueden frustrar las ofertas incluso sin la ayuda de estos estatutos, a través de varias tácticas defensivas aprobadas por las Cortes. Pareciera que las *poison pills* y las modificaciones estatutarias defensivas son, en efecto, sustitutos bastante poderosos para los estatutos de tomas de control. Karpoff y Malatesta encuentran que el efecto de las leyes de tomas de control en el precio de las acciones es significativamente negativo para empresas sin protección contra las tomas de control, pero no para empresas con tales defensas<sup>206</sup>.

#### **D. Regulación que introduce los intereses de los no accionistas**

Los más recientes estatutos estatales de tomas de control introducen los intereses de los no-

accionistas en decisiones sobre tomas de control. «Otro Distrito Electoral» de los estatutos requiere o permite a las juntas directivas considerar en su proceso de toma de decisiones los intereses de los grupos de no-accionistas, como por ejemplo trabajadores y comunidades locales. Algunos estatutos también requieren el pago diferenciado para los trabajadores que son despedidos después de efectuado un cambio en el control. Estos estatutos hacen explícitas preocupaciones que pueden motivar a los legisladores cuando promulgan cualquier regulación sobre tomas de control, al pensar que una toma de control afectará adversamente el mercado de trabajo local. Sin embargo, los estatutos, irónicamente, protegen más eficientemente a los gerentes que a los trabajadores. Los trabajadores no tienen ningún derecho de recusar las decisiones de la junta directiva por no haber considerado sus intereses, mientras que la habilidad de los accionistas de demandar con éxito a los gerentes por oponerse a una oferta disminuye. No hay ningún pago diferenciado por cierres de la planta iniciados por la dirección de la empresa adquirida, pero está la habilidad del postor para reducir los costos por despidos, y de elevarlos cuando el valor de una adquisición ha sido reducido.

La Ley Corporativa instruyó convencionalmente a las juntas directivas para considerar sólo los intereses de los accionistas (maximizar ganancias) por una buena razón: Maximizando los precios de las acciones del capital social proporciona a los gerentes una regla bien definida, con la cual los accionistas están de acuerdo en un mercado de capitales absolutamente competitivo<sup>207</sup>, con los siguientes beneficios: (1) asigna los recursos eficientemente y por eso aumenta al máximo

<sup>203</sup> HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation...» Op. cit.

<sup>204</sup> KARPOFF y MALATESTA. Op. cit.; SCHUMANN. Op. cit.; SIDAK, J. Gregory y Susan E. WOODWARD, «Corporate Takeovers, the Commerce Clause, and the Efficient Anonymity of Shareholders». NW. U.L. REV. No. 54. pp. 1092, 1104. 1990; SZEWCZYK, Samuel H. y George P. TSETSEKOS. «State Intervention in the Market for Corporate Control: The Case of Pennsylvania Senate Hill». p. 1310. 1991. (manuscrito inédito); ROMANO, Roberta. «The Political Economy...» Op. cit. Pugh y Jahera, sin embargo, proveen solamente una mezcla de argumentos; ellos estudian la promulgación de cuatro combinaciones comerciales y los estatutos de porción de mando de la adquisición y recogen retornos negativos significativos sólo de unos cuantos datos de toda su información. PUGH, William N. y John S. JAHERA. «State Antitakeover Legislation and Shareholder Wealth». J. FIN. RES. No. 13. p. 221. 1990. Ellos también encuentran que el estatuto comercial de Delaware no tenía impacto significativo en el precio de las acciones de las empresas de Delaware, aunque como ellos anotan, los comentaristas enfatizan que el estatuto de Delaware es menos restrictivo que el de otros estados. PUGH, William N. y John S. JAHERA. «State Takeover Legislation: The Case of Delaware». J. L., ECON.& ORG. No. 7. p. 410. 1991.

<sup>205</sup> SZEWCZYK, Samuel H. y George P. TSETSEKOS. «State Intervention in...» Op. cit.

<sup>206</sup> Karpoff y Malatesta. Op. cit. Pugh y Jahera informan un resultado similar para solamente uno de sus cuatro portafolios de empresas sin defensa, pero ellos tampoco encontraron significativos efectos negativos en el precio de la acción para toda la información que involucró las promulgaciones del estatuto. PUGH, William N. y John S. JAHERA. «State Antitakeover Legislation...» Op. cit. Ellos tampoco encuentran algún resultado en las empresas de Delaware. Ibid.

<sup>207</sup> MAKOWSKI, Louis. «Competitive Stock Markets». REV. ECON. STUD. No. 50. p. 305. 1983. Debe notarse que en un mundo de incertidumbre, la maximización de la ganancia se reemplaza propiamente con la maximización del precio de las acciones del capital.

el bienestar social<sup>208</sup>; (2) aumenta al máximo la utilidad del accionista porque los inversionistas pueden negociar contra el valor de la acción aumentado para realizar sus diversos modelos de consumación preferidos<sup>209</sup>; y (3) el mejor diseño organizacional coincide con los incentivos porque las inversiones de capital, como los reclamos residuales, son más vulnerables que otros riesgos de los inversionistas, lo cual puede ser protegido por un contrato<sup>210</sup>. Rechazando esta estructura e introduciendo los intereses de otros grupos electorales en la sala de juntas, los estatutos crean una situación en la cual no subsiste una regla a seguir por los directivos para tomar la decisión más coherente como medio para defender los intereses de los otros grupos electorales. Esto producirá decisiones que aumenten al máximo la utilidad de los gerentes, porque la habilidad de los accionistas de supervisar las decisiones de la junta directiva ha sido atenuada legalmente, y esto levantará el costo del capital social y dañará la eficiencia de la distribución del mercado.

La literatura económica en las tomas de control también sugiere que estos estatutos están absolutamente desorientados. Habiéndose tenido a la vista la mejor información disponible, ésta indica consistentemente que las tomas de control no son un mecanismo para transferir la riqueza de los trabajadores a los accionistas. Los despidos son poco frecuentes y cuando ocurren, son objeto de preocupación de los legisladores los trabajos de los gerentes afectados más que los de los trabajadores de producción. Los estatutos en vez de exacerbar el problema de la gestión, mitigan el ánimo de las adquisiciones, reduciendo la responsabilidad de dirección para los accionistas. Reforzando la habilidad de los gerentes de resistirse a las tomas de control es improbable estar en el interés de los accionistas,

cuando la abundante evidencia demuestra que los accionistas de la empresa adquirida ganan maravillosamente de una oferta exitosa. Los accionistas, correspondientemente, parecen evaluar estos estatutos negativamente. Un evento estudiado por una de las más tempranas versiones de un estatuto de otro grupo electoral, el estatuto de adquisiciones de Ohio de 1986 que instruye a los gerentes para que consideraran sus intereses a largo plazo en lugar de considerarlos en el corto plazo, encontró que la ley tuvo un impacto significativamente negativo<sup>211</sup>. Más allá, el subconjunto de empresas que optaron parcialmente fuera del estatuto de Pennsylvania, también para retener los fondos bajo otra disposición de grupo electoral, no experimentaron reingresos anormales positivos significativos en el anuncio de la oferta, mientras que aquellos que optaron fuera de las disposiciones de todo el estatuto sí lo hicieron<sup>212</sup>. Los gerentes pueden tener una valoración similar de estas nuevas leyes. Pound encuentra que empresas que no optaron en absoluto fuera del estatuto de tomas de control de Pennsylvania y empresas que no optaron fuera de sus disposiciones en otro distrito electoral, tienen más bajas valoraciones del flujo de caja que empresas que optaron completamente fuera del Estado y más probablemente puede ser objeto de una toma de control<sup>213</sup>. Para abreviar, los objetivos de estos estatutos son, como aquellos de los estatutos de tomas de control más restrictivos, inadecuados según la teoría y la evidencia empírica, y, por consiguiente, atienden a una imprudente política pública.

## E. La regulación a través del Código Tributario Federal

Se hicieron varios esfuerzos para desalentar las tomas de control a través de las leyes federales tributarias sobre renta a fines de los ochentas<sup>214</sup>. Algunas disposiciones fueron

<sup>208</sup> VARIAN, Hal R. «Microeconomic analysis» pp. 189-249 (2d ed. 1984).

<sup>209</sup> BREALEY, Richard y Stewart MYERS. «Principles of corporate finance» pp. 384- 400, 544-547 (3 ed.1988)

<sup>210</sup> WILLIAMSON, Oliver. «Corporate Governance». YALE L.J. No. 93. p. 1197. 1984.

<sup>211</sup> RYNGAERT, Michael y Jeffrey M. NETTER. «Shareholder Wealth Effects of the Ohio Antitakeover Law». L.J., ECON. & ORG. No. 4. p. 373. 1988. Sobre un intervalo más largo que se extiende más allá de la fecha del anuncio, el retorno anormal negativo no es muy significativo. MARGOTTA, Donald G.; McWILLIAMS, Thomas P. y Victoria B. McWILLIAMS. «An Analysis of the Stock Price Effect of the 1986 Ohio Takeover Legislation». J.L. ECON. & ORG. No. 6. p. 235. 1990. Pero si los inversionistas pueden entender el efecto de la legislación en su introducción, el intervalo del evento más corto es el apropiado. RYNGAERT, Michael y Jeffrey NETTER. «Shareholder Wealth Effects of the 1986 Ohio Antitakeover Law Revisited: Its Real Effects» J.L. ECON. & ORG. No. 6. p. 253. 1990. No hay todavía ningún evento estudiado más recientemente en los estatutos de otro distrito electoral. Porque muchos de estos estatutos fueron promulgados al mismo tiempo que otras regulaciones de tomas de control, sería difícil aislar los efectos de tales estatutos pues éstos restringen los derechos de propiedad de los postores.

<sup>212</sup> SZEWCZYK, Samuel H. y George P. TSETSEKOS. «State Intervention in the Market for...» Op. cit.

<sup>213</sup> POUND, John. «On the Motives for Choosing...» Op. cit. p. 13.

<sup>214</sup> Además, el *House Ways and Means Committee* en 1987 propuso estrictas restricciones en las deducciones de interés para la deuda que se efectuaban de una toma de control. Los investigadores han documentado una reacción del precio accionaria negativa a la propuesta y señalan que contribuyó substancialmente a la caída de la bolsa del 19 de octubre de 1987. MICHELIN, Mark L. y Jeffrey M. NETTER. «Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill?» J. FIN. ECON. No. 24. p. 37. 1989.

dirigidas a los beneficios tributarios que incentivan las adquisiciones (las restricciones en la transmisión de déficit comerciales netos<sup>215</sup>, y revocación de la doctrina de *General Utilities*<sup>216</sup>), mientras otros castigaron las tácticas defensivas específicas (los impuestos sobre ventas en los *golden parachutes*<sup>217</sup>, y *greenmail*<sup>218</sup>.

## 1. Restringiendo las deducciones

El 1986 las normas de reforma fiscal restringieron la habilidad de las empresas de tomar las deducciones del déficit comercial neto. Restringir los déficit comerciales netos es una pobre política tributaria, violando las metas del impuesto de equidad y eficiencia. Esto favoreció y estableció a las empresas sobre los nuevos, en consecuencia favoreciendo la concentración del negocio y el crecimiento de empresas diversificadas en conglomerados e improductivas, los resultados en la imposición de contribuciones de capital en lugar de ingresos condujeron las decisiones de inversión fuera de los proyectos arriesgados<sup>219</sup>. Como Campisano y Romano señalan, la política óptima en las pérdidas es una de reembolso (un contribuyente recibe un reintegro cuando no tiene ningún ingreso para compensar), y por consiguiente, la transmisibilidad de las pérdidas debe alentarse, no ser acortada<sup>220</sup>. En un mejor segundo mundo, puede haber razones para desviarse de una óptima política, pero la literatura de tomas de control no provee ninguna base para cualquier divergencia. Como ya se discutió, los ahorros tributarios generados por los déficit comerciales netos no son un factor significativo para llevar a cabo tomas de control, y además, las decisiones de inversión en las tomas de control no son distorsionadas por la posibilidad de pérdida. De acuerdo con ello, esta revisión del Código Tributario, la cual nos mueve más allá de la política óptima del tributo para las pérdidas, no puede

justificarse por la preocupación de que las tomas de control sean incentivadas y manejadas por los beneficios tributarios.

Bajo la *General Utilities*<sup>221</sup>, la distribución corporativa de la preciada propiedad de los accionistas y las ventas de tales recursos proponen un plan de total liquidación que no están sujetos a los niveles de tributos corporativos. Por eso el adquirente de estos recursos logra un aumento de los recursos fundamentales sin pagar impuestos corporativos. La revocación de la *General Utilities* en 1986 eliminó esta gran abertura en el régimen de la doble imposición lo cual no había sido comentado provechosamente hasta que en las tomas de control hostiles se hicieron las reformas de la empresa adquirida<sup>222</sup>. Mientras la revocación eliminó las exoneraciones tributarias, aumentó las deducciones de depreciación como motivo de una adquisición, como se discutió anteriormente, el beneficio tributario no tuvo mayor relevancia cuando estaba disponible, en fusiones o MBOs. Al contrario de los cambios en el tratamiento de déficit operativos netos, esta reforma es discutiblemente una sensata política tributaria de impuestos sobre los ingresos corporativos de adquisiciones en dos etapas<sup>223</sup>. Pero así como en la reforma de los déficit operativos netos la conveniencia de la derogación de la política de *General Utilities* no tiene ninguna conexión con la motivación legislativa de las tomas de control.

## 2. Las tácticas defensivas tributarias

Dos tácticas defensivas se han singularizado fuera de las sanciones y multas fiscales estatales –*golden parachutes* y *greenmail*. La imposición de estos tributos es irónica porque es probable que estas tácticas beneficien a los accionistas aumentando la probabilidad de una toma de control, el beneficio es bastante claro con respecto a los *golden parachutes*; y es más ambiguo para el *greenmail*.

<sup>215</sup> I.R.C. § 382 (1988).

<sup>216</sup> *Tax Reform Act of 1986*, Pub. L. No. 99-514 (modificando el I.R.C. §§ 311, 336-338, y derogando el I.R.C. § 333).

<sup>217</sup> I.R.C. § 280G (1988).

<sup>218</sup> I.R.C. § 5881 (1988).

<sup>219</sup> CAMPISANO, Mark y Roberta ROMANO. «Recouping Losses...» Op. cit.

<sup>220</sup> *Ibid.*

<sup>221</sup> *General Utils. & Operating Co. v. Helvering*, 296 U.S. 200 (1935).

<sup>222</sup> El movimiento del congreso para cerrar los *loopholes* debido al sentimiento contra las tomas de control no fue una práctica rara en los años ochenta. Por ejemplo, el Congreso restringió el tratamiento favorable para los accionistas corporativos en las liquidaciones parciales en las reformas fiscales de 1982 armando el escenario *General Utilities*. GINSBURG, Martin «Taxing Corporate Acquisitions». *TAX L. REV.* No. 38. p. 171. 1983. Además, se introdujeron numerosas imposiciones tributarias pensadas para restringir las tomas de control durante estos años. ROMANO, Roberta. «The Future of Hostile Takeovers...» Op. cit. pp. 471-472.

<sup>223</sup> SHUBE, Eric S. «Corporate Income or Loss on Distributions of Property: An Analysis of General Utilities». *J. CORP. TAX'N* No. 12. pp. 3, 51-63. 1985.

Los *golden parachutes* son contratos lucrativos de pago diferenciado para la alta gerencia que se activan por un cambio de control, algo parecido a una indemnización cuando el gerente es removido por un cambio de control. Aunque son considerados una táctica defensiva -ellos suben el precio de una oferta porque el adquirente es cargado con excesivos pagos diferenciados- los *golden parachutes* benefician a los accionistas alineando los incentivos de los gerentes con el interés de los accionistas, por ejemplo cuando se premia financieramente a los gerentes por aprobar una toma de control<sup>224</sup>. Aparentemente los accionistas reconocen el papel beneficioso de los *golden parachutes*: el aumento significativo del precio de las acciones en el anuncio o los planes del *golden parachutes*<sup>225</sup>.

El *greenmail* se refiere a la readquisición de una empresa adquirida como una prima de las acciones poseídas por un postor hostil. Porque la readquisición culmina la toma de control, ésta es vista como una táctica defensiva. Pero el *greenmail* tiene una interpretación más positiva también: facilita una subasta (si el *greenmailer* no es el usuario de la empresa adquirida que la valora más alto, pagar el *greenmail* puede resultar una prima mayor al de los provechos de la toma de control de otros postores); lo cual sirve como compensación para aquellos que proporcionan la información valiosa del mercado identificando la toma de control de la empresa adquirida y ayudando a supervisar a los gerentes<sup>226</sup>. La idea es que el segundo postor que valora más alto sólo entrará si sabe que el *greenmailer* está fuera del cuadro para que no hubiera ninguna competencia

para su oferta. La readquisición de las acciones de la empresa logra esto, pero viene con un riesgo: la dirección debe hacer el pago antes de que sepa con seguridad si existe un segundo postor. Si supiera que no habría ningún otro postor él no querría readquirir las acciones, pero no hacer la readquisición asegura que ningún postor surgirá<sup>227</sup>.

Así, una decisión eficiente *ex ante* es pagar el *greenmail*, mientras tenga un valor actual neto positivo, puede producir *ex post* los reingresos negativos de la acción, si ningún segundo postor aparece. La dificultad con esta historia es distinguir cuándo el *greenmail* es usado por los gerentes leales que esperan que la acción genere una mejor oferta, y cuándo es usado por los gerentes para sacar provecho propio quienes están confiados en que ninguna oferta subsecuente será venidera<sup>228</sup>. La posibilidad de que los gerentes sean desleales hace el efecto de *greenmail* más ambiguo que el del *golden parachutes*.

La información del precio de las acciones sobre el *greenmail* es, consecuentemente, menos exacta que la de los *golden parachutes*. Los efectos del precio de las acciones por el pago del *greenmail* son negativos, pero cuando los ingresos anormales son los acumulados desde el momento en que los *greenmailer* adquirieron su bloque a través de la readquisición de las acciones, el efecto neto es positivo<sup>229</sup>. Una información adicional que supone una interpretación favorable del *greenmail* es que las empresas que pagan el *greenmail* no tienen usualmente bajas probabilidades de experimentar un cambio de control después de una readquisición<sup>230</sup>.

<sup>224</sup> PO BARON, David. «Tender Offers and Management Resistance». J. FIN. No. 38. p. 331. 1983.

<sup>225</sup> LAMBERT, Richard A. y David F. LARCKER. «Golden Parachutes. Executive Decision-Making and Shareholder Wealth». J. ACCT. & ECON. No. 7. p. 179. 1985. Sin embargo, una posible interpretación de este hallazgo es que los accionistas valoran táctica, pero más bien revisando el precio de la acción en expectativa de una adquisición, viendo la adopción de un *parachute* como un signo de que el gerencia espera una oferta futura o venidera. Pero porque la adopción de algunas tácticas defensivas son asociadas con el efecto del precio negativo de la acción, ver el texto de las notas al pie 229-232, dónde una historia señalada es igualmente operativa, el *parachute* en el peor de los casos se percibe como menos dañoso a los inversionistas que usan otras estrategias.

<sup>226</sup> MACEY, Jonathan R. y Fred S. McCHESNEY. «A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail». YALE L.J. No. 95. p. 13. 1985; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY, «Greenmail, White Knights and Shareholders Interest». RAND J. ECON. No. 17. p. 293. 1986. Macey y McChesney mantienen que el *greenmail* facilita una subasta sin «descorazonar» la ocurrencia de otras ofertas, así las críticas de la discusión de las subastas son vistas en la Parte II A.1 son injustificadas en este contexto. Esto es porque el *greenmailer* produce valiosa información que reduce a otros postores la búsqueda y los costos. Estos postores, por consiguiente, no se detendrán de ofrecer, y el *greenmailer* no se detendrá en invertir en la búsqueda porque se compensa por la eadquisición de la porción. Claro, si un adjudicatario compra las porciones de los *greenmailer*, los *greenmailer* se compensarían igualmente bien.

<sup>227</sup> Ibid.

<sup>228</sup> GORDON, Jeffrey N. y Lewis A. KORNHAUSER. «Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models». YALE L.J. No. 96. p. 295. 1986.

<sup>229</sup> HOLDERNESS, Clifford G. y Dennis P. SHEEHAN. «Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors». J. FIN. ECON. No. 14. p. 555. 1985; MIKKELSON, Wayne R. y Richard S. RUBACK. «Targeted Repurchases and Common Stock Returns». RAND J. ECON. No. 22. p. 544. 1991.

<sup>230</sup> Ibid. (el cambio de mando en 29% de muestra). Esto es superior a la probabilidad incondicional del cambio de mando en una empresa, pero menor que otras tácticas de defensa de la compañía, como los litigios. Ver JARRELL, Gregg A. «The Wealth Effects...» Op. cit.

El declive en la readquisición parece estar relacionado a la inversión de información- no habrá ninguna prima por la toma de control como ningún *white knight* que pueda tomar el control amistosamente- en lugar de un traslado de riqueza de los accionistas de la empresa controlada al *greenmailer*, y no debe ser interpretado como un signo claro de daño o desaprobación táctica<sup>231</sup>. Por el contrario, las reacciones del precio de las acciones por otras tácticas defensivas, como las *poison pills* y las reestructuraciones defensivas, son negativas y están sujetas a una posible competencia de información y determinación<sup>232</sup>.

Es irónico, pero no sorprendente, dada la constelación de intereses políticos en los cuales los gerentes son la fuerza que los mueve detrás de la regulación de las adquisiciones<sup>233</sup>, las tácticas defensivas que son penalizadas son aquellas que más probablemente beneficien a los accionistas, en lugar de las tácticas defensivas más opresivas. Repitiendo un conocido refrán: Porque la información es consistente con la eficacia en lugar de las explicaciones de la expropiación, no hay ninguna justificación para usar el código tributario y desalentar las tomas de control a menos que la dirección se revele, ésta es una política bien encaminada. Es más, si fuera deseable restringir estas tácticas específicas, un impuesto a las ventas, no sería la aproximación preferida. Un impuesto a las ventas tiene un pequeño efecto práctico en el uso de *golden parachutes*: la junta directiva simplemente paga los impuestos de los gerentes que acumulan la cantidad de *golden parachutes* para cubrir el impuesto. No es un impuesto a las ventas necesario para eliminar el *greenmail*, porque las empresas pueden no adoptar los remedios estatutarios que prohíben el *greenmail*.

## F. La regulación por aplicación de políticas de competencia

El Departamento de Justicia revisó las pautas de la fusión en los inicios de los ochentas; haciendo irrelevante que las adquisiciones de empresas relacionadas se sujeten a los desafíos del *antitrust*. La actitud es más favorable hacia las tomas de control en el *antitrust*, comparada con la imposición de tributos, la política se explica por la fuente de administración política: la administración de Reagan pudo llevar a cabo el cambio sin la participación del legislativo<sup>234</sup>. La literatura económica sugiere que el cambio de la política hacia la aplicación más tolerante del Derecho *Antitrust* fue beneficioso<sup>235</sup>. Los conglomerados de fusiones –los cuales fueron fomentados por la aplicación del Derecho *Antitrust* en los sesentas y los setentas– son menos lucrativos que las fusiones de las empresas relacionadas<sup>236</sup>, y las ganancias de las adquisiciones de las empresas relacionadas parecen ser derivadas de la sinergia operativa y reducen costos en lugar de aumentar el poder del mercado<sup>237</sup>. Los esfuerzos por revertir las políticas que son menos hostiles para las adquisiciones son por consiguiente injustificados.

## G. Resumen y Conclusión

Una lectura informada de la literatura económica indica que tanto las tomas de control como el aparato regulador son erróneamente concebidos y constituyen una política pública pobre. El Cuadro No. 2 resume la actual evaluación de la regulación de las tomas de control. Consistente con esta valoración, cuanto más equivocadamente concebida está la regulación, se encuentra que las leyes estatales más restrictivas

<sup>231</sup> MIKKELSON, Wayne R. y Richard S. RUBACK. «Targeted Repurchases and...» Op. cit. SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY, «Greenmail, White Knights...» Op. cit.

<sup>232</sup> DANN, Larry Y. y Harry DeANGELO. «Corporate Financial Policy and Corporate Control: Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structures». J. FIN. ECON. No. 20. p. 7. 1988); MALATESTA, Paul H. y Ralph A. WALKING. «Poison Pill Securities...» Op. cit.; RYNGAERT, Michael. «The Effect of Poison...» Op. cit.

<sup>233</sup> ROMANO, Roberta. «The Political Economy...» Op. cit.

<sup>234</sup> Hemos defendido que la Administración fue una razón importante por qué, en medio del sentimiento contra las tomas de control y el lobby unilateral, las leyes federales sobre valores no fueron enmendadas para restringir las tomas de control en los años ochenta. ROMANO, Roberta. «The Future of Hostile Takeovers...» p. 489. La diferencia en la actitud entre el legislativo y las ramas del ejecutivo se debieron a dos factores: la ideología del libre mercado del Presidente Reagan y los rasgos institucionales de la presidencia que lo hizo menos vulnerable al interés la política de grupo del Congreso.

<sup>235</sup> BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile Takeovers in...» Op. cit. p. 57; JARRELL, Gregg A. «Financial Innovation and Corporate Mergers» En: The Merger Boom. pp. 52, 54-55 (Lynn Browne y otros, editors. 1987).

<sup>236</sup> KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. «The success of acquisitions:...» Op. cit. MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial Motives...» Op. cit.

<sup>237</sup> BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile Takeovers...» Op. cit.; HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. «Does Corporate Performance...» Op. cit. MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions?» J. FIN. No. 45. p. 31. 1990. Estos estudios pueden, sin embargo, subvalorar los ingresos del postor cuando excluyen a los postores de empresas privadas cerradas (es decir, las empresas de *leveraged-buyout*), de las cuales las transacciones a lo largo de los años setenta y por lo menos en los tempranos ochenta eran sumamente aprovechables.

(negocios en bloque, adquisiciones de acciones de control y estatutos restrictivos) tienen un mayor efecto negativo en el precio de las acciones que las menos restrictivas (estatutos del precio equitativo).

La política pensada para ayudar a los trabajadores o al fisco (regulación que introduce los intereses del no-accionista en las decisiones de las tomas de control y la regulación traducida en el Código Tributario) simplemente extraen la riqueza de los accionistas y la redistribuyen a la dirección porque no hay ninguna evidencia de que las tomas de control afecten sistemática y adversamente el trabajo de la tesorería, mientras hay evidencia de pérdida del trabajo directoral en las tomas de control de las empresas. El cambio en la política por la aplicación del Derecho *Antitrust* durante los ochentas parece haber sido beneficioso como traslado de riqueza de los consumidores, porque la información sugiere que la fuente de las ganancias en las adquisiciones de las empresas relacionadas es más aprovechable que las que permite la nueva política vigente, son mejoras de eficiencia operativa y no aumentan el poder del mercado.

La más difícil regulación para evaluar es el juego variado de reglas que tienen el efecto de promover las subastas de tomas de control. La investigación empírica no puede arbitrar el debate decisivamente sobre la eficiencia de las subastas porque una resolución conclusiva requiere la información factual contable acerca del impacto de la regulación en el número de tomas de control. Lo poco que podemos recoger de la información disponible hace pensar en ordenar una política más cauta hacia las subastas de la siguiente manera. Primero, hay alguna evidencia de que la regulación que facilita las subastas reduce la frecuencia de las tomas de control sin el aumento significativo de primas. Segundo, los inversionistas perciben tal regulación como dañina. Tercero, los postores han avanzado pobremente desde que la regulación que fomenta las subastas se ha vuelto común. Finalmente, las subastas pueden ser deseables en situaciones seleccionadas, dependiendo del ambiente de la subasta el cual puede ser identificado por la explicación para las tomas de control. El condicional en la ocurrencia de una oferta donde la toma de control es motivada por las ganancias de la sinergia (la situación de valores independientes), en lugar de la reducción de costos de agencia (la situación de valor común), una subasta será deseable. Esta estrategia puede no ser incondicionalmente óptima; la respuesta gira

sobre un eje en el debate más general en las subastas. Esta incertidumbre sugiere que una aproximación discrecional a las subastas sea mejor. Esto es particularmente porque el ambiente de la subasta típico (y la respuesta legal apropiada) cambia con el tiempo. Es más, desde que los intereses de los gerentes y accionistas están en el intenso conflicto en este contexto, esto es importante para formar reglas legales que permitan a los accionistas, y no a los gerentes, controlar siempre y cuando las empresas sostengan subastas para las tomas de control.

El tema común de examinar las numerosas regulaciones de tomas de control es que la política de aprendizaje económico y regulador en las tomas de control tiene, por la mayor parte, un paso no muy alentador. La política se ha fundado en temores y sospechas insustanciales sobre el impacto de las tomas de control en terceras pujas las cuales han sido levantadas por gerentes y sus *lobbies* cuya visión de gobierno corporativo es como una arena de intereses políticos.

El nivel de actividad de las tomas de control ha disminuido en los años noventa. El derrumbamiento del mercado del bono basura y el correspondiente *crunch* del crédito, causado por la debilidad del sector de servicio financiero y nuevas políticas gubernamentales que restringen las tenencias de deuda de instituciones financieras de alto rendimiento, ciertamente contribuyen al declive de las tomas de control. En la medida que la política gubernamental hacia la regulación del mercado financiero se establezca como premisas en una percepción negativa del impacto económico de las tomas de control, este artículo sugiere que la política está profundamente desencaminada: claro, si la preocupación es que ciertas instituciones, como por ejemplo los prestamistas cuyos depósitos aseguran al gobierno, no deben invertir en bonos de una sociedad anónima de alto rendimiento, es una cuestión diferente que va más allá del enfoque de este artículo. Pero la solución a largo plazo para cada preocupación no es ciertamente la destrucción del mercado por el control corporativo. Cualquiera sea la causa, la actual tregua de los años ochenta ofrece una oportunidad de reflejar deliberadamente en las ramificaciones de la política de regulación de las tomas de control, mientras las presiones políticas más potentes están en suspenso. Ojalá esto llevara a una reordenación de la política en que el régimen regulador entre a enredar con lo que nosotros sabemos sobre las tomas de control. Ver Cuadro No. 2

Cuadro No. 1  
Las explicaciones de las tomas de control

Explicación	Evidencia
Maximización del valor	
<p>Eficiencia</p> <p>1. Ganancias por la Sinergia</p> <p>a. Operativo</p> <p>b. Financiero</p> <p>c. Diversificación</p> <p>2. Reducción de costos de agencia</p> <p>a. Dirección Ineficiente</p>	<p>Una la correlación positiva entre el postor y los retornos de la adquirida en el puro conglomerado y extensión del producto en las fusiones; los bancos de menor orden experimentan mayores retornos que los bancos de mayor orden; retornos superiores en fusiones bancarias el más pequeño de los bancos adquiridos relativo al banco adquirente; las adquisiciones de empresas de negocios vinculados son más provechosas que las adquisiciones no vinculadas; una parte sustancial de las ganancias proviene de tomas de control hostiles debido a la reasignación de los recursos de la adquirida a compradores en empresas relacionadas.</p> <p>Planeamiento de gastos de capital cambiados a la gerencia central de la oficina principal; primas superiores cuando el flujo de caja del adquirente es superior que el de la adquirida; aumento de capital de los desembolsos después de las adquisiciones; las convenciones de contabilidad no deben tener efectos en el precio de las acciones.</p> <p>Correlación del retorno de acción baja que las fusiones bancarias asocian con los ingresos anormales significativamente superiores de la correlación del retorno del precio de las acciones en las fusiones bancarias; las acciones del banco adquirido disminuyen el retorno después de la fusión.</p> <p>Alto rendimiento gerencial después de la toma de control; los postores tienen tasas de rentabilidad superiores que los adquiridos; los adquiridos tienen ratios <math>q</math> bajos según Tobin; los adquiridos en tomas de control hostiles tienen retornos negativos en la pre-adquisición; los postores malos hacen buenas empresas adquiridas; mejora significativa del flujo de caja después de la adquisición sea o no relacionada</p>

<p>b. Libre Flujo de Caja</p> <p>c. Los incentivos mejorados por incremento de la propiedad (MBO's)</p>	<p>La probabilidad de empresas privadas está directamente relacionada al libre flujo de caja e inversamente relacionada al crecimiento; las primas son correlativas al libre flujo de caja; las adquiridas tienen ratio <math>q</math> bajos según Tobin.</p> <p>La productividad mejora post compra; los ingresos son públicos (el valor aumenta después de la compra) están directamente relacionados al riesgo del capital de propiedad de la dirección.</p>
<p>La expropiación</p> <p>1. Impuestos</p> <p>2. Tenedores de bonos</p> <p>3. Trabajadores</p> <p>4. Poder de Mercado</p>	<p>La deducción del interés explica la porción significativa de la prima del MBO, otro impuesto no beneficia de manera importante; el precio neto del efecto del impuesto de MBO se estima como el positivo y representa un escudo contra la deuda pues es reducido por un reembolso rápido; después de la compra, los inversionistas ganan un retorno muy alto.</p> <p>Impacto negativo mínimo o inexistente en los tenedores de bonos; el tamaño de la ganancia no tiene correlación con la cantidad de la deuda; los convenios proteccionistas son usados cada vez más en las industrias que usan LBOs.</p> <p>Ningún impacto negativo significativo en los niveles de empleo salvo en la alta dirección y los gerentes medios; alguna evidencia de que el empleo aumenta con los cambios de mando; no hay un efecto significativo en el sueldo; las reversiones del fondo de pensiones no son significativas.</p> <p>Ningún efecto en el precio de la acción de competidores; las adquisiciones de empresas con negocios no vinculados fueron menos aprovechables que las vinculadas en los ochenta; las adquisiciones hostiles reasignan los recursos a los compradores relacionados.</p>
<p>La ineficiencia del mercado</p> <p>1. Subvaloración</p>	<p>Los precios de las acciones de las empresas objeto no representan ningún retorno para los intereses de la oferta en la adquisición; el evento se estudia generalmente a favor de eficacia del mercado.</p>

<p>2. Miopía del Mercado</p>	<p>Los precios de las acciones responden positivamente a los incrementos en la investigación y desarrollo (R&amp;D) y el capital invertido es gastado; después de la adquisición los gastos de R&amp;D no disminuyen; las adquiridas efectúan en menor intensidad inversiones en R&amp;D y tienden a gastar menos en R&amp;D en la industria; las empresas reducen los gastos de R&amp;D después de adoptar la defensiva de las enmiendas legales.</p>
<p>No maximización del valor</p> <p>a. La diversificación</p> <p>b. Autocrecimiento</p> <p>c. Libre flujo de caja</p> <p>d. Arrogancia</p>	<p>Las empresas controladas por sus gerentes más probablemente se comprometerán en fusiones y diversificarán, las empresas supervisadas por sus propietarios no lo harán</p> <p>El postor y el retorno de la adquirida son correlativos en un puro conglomerado y las fusiones incrementan la producción y son positivas y no negativas; relación positiva entre los retornos anormales de los adquirentes y la acción de propiedad de la dirección; los postores malos hacen buenas empresas adquiridas; los ingresos son menos negativos cuando consejo directivo es independiente.</p> <p>Los postores malos serán más probablemente adquiridos que los buenos postores; los adquirentes tienen retornos anormales positivos antes de la adquisición; los adquirentes tienen el ratio q bajo; el libre flujo de caja explica la variación en el retorno de los postores; los incrementos en el libre flujo de caja están asociados con las disminuciones en la ganancia de los postores en una toma de control.</p> <p>Ingresos negativos para los adquirentes en los ochentas; los postores malos hacen buenas adquisiciones; los postores pagan demasiado en las subastas.</p>

## Cuadro No. 2

## Evaluación de la regulación de adquisiciones

Forma de Regulación	Evaluación
Regulación de fomento de subastas (William Act; Hart-Scott Rodino Act, primera generación normativa, funciones fiduciarias Revlon).	Mientras las investigaciones empíricas son inconclusas, garantizando cautela: son más altos en las subastas; las tomas de control disminuyen después de la regulación pero en algunos casos las primas no se incrementan; efectos negativos de la regulación en el precio de las acciones.
Regulación que restringe las ofertas en dos etapas (precio equitativo y similares normas de la segunda generación).	Pequeño impacto: insignificantes efectos de la regulación en el precio de las acciones y repartos voluntarios (enmiendas a los estatutos); primas combinadas en ofertas en dos etapas no son diferentes de cualquiera o todos las primas de la oferta.
Regulación que restringe los derechos de propiedad de los postores (negocios en bloque, adquisiciones de acciones de control y estatutos restrictivos, enmienda de Exon-Florio)	Injustificable: Más efectos negativos en el precio de las acciones disminuye en las tomas de control después de la regulación que otra regulación.
Regulación que introduce los intereses de los no accionistas (otros distritos electorales).	Injustificable: Efecto negativo en el precio de las acciones; no hay evidencia de otros distritos electorales sean perjudicados por las tomas de control; beneficios sociales importantes para la junta directiva considerando solamente los intereses de los accionistas.
Regulación a través del Código Tributario (restricciones a cargar déficit operativos netos , imposición de tributos corporativos sobre recursos básicos, tributos impuestos a los greenmail y golden parachutes).	Problemas de política relativos a tomas de control y a imposición de tributos: no hay evidencia de que las tomas de control sean dadas por perder recursos básicos; los accionistas pueden beneficiarse de los greenmail y golden parachutes.
Regulación a través de la aplicación del Derecho Antitrust (Lineamientos de fusiones sobre adquisiciones de empresas con negocios relacionados).	Beneficioso: Adquisición de empresas con negocios relacionados es más beneficioso que perjudicial, pero las ganancias aparecen de la productividad de los recursos y la eficiencia operativa mejora y no incrementa el poder de mercado.