

LOS PROBLEMAS DE FINANZAS CORPORATIVAS PASADOS POR ALTO EN LA DIVISIÓN DE MICROSOFT¹⁾

LUCIEN ARYE BEBCHUK²⁾

Profesor William J. Friedman & Alicia Townsend Friedman de
Derecho, Economía y Finanzas de la Facultad de Derecho de Harvard University
Asociado de Investigación en la Oficina Nacional de Investigación Económica.

DAVID L. WALKER³⁾

Miembro del Centro John M. Olin en Derecho, Economía y Negocios de la
Facultad de Derecho de Harvard University (1999-2000).
Asociado de Ropes & Gray, Boston, MA.

SUMARIO:

1. Introducción. - II. La complejidad financiera de la división: 1. El mandato judicial;
2. La posición del gobierno que sostiene que la división de los valores mobiliarios es directa;
3. ¿Por qué la división de los valores mobiliarios no es directa?. - III. Planteamientos alternativos para la división de valores mobiliarios: 1. Notas preliminares sobre los costos para los accionistas;
2. Escisión proporcional seguida de ventas: 2.1. Sanción tributaria; 2.2. Venta al remate y posible pérdida de primas de control; 3. Distribución no proporcional de los valores mobiliarios: 3.1. Valuación y división equitativa: 3.1.1. Valuación basada en el cálculo de un experto; 3.1.2. Valuación basada en los precios de mercado;
- 3.2. Pérdida de primas de control; 3.3. Costos de riesgo y liquidez; 3.4. Impuestos; 4. Escisión proporcional seguida de una neutralización del derecho a voto: 4.1. Implementación de la neutralización del derecho a voto;
- 4.2. Comparación con los métodos de división considerados anteriormente. - IV. Conclusión.

I. INTRODUCCIÓN

El fallo final dictado por el juez Thomas Penfield Jackson en el caso *Estados Unidos de América contra Microsoft Corp.*⁴⁾ dispone la división de Microsoft en dos empresas independientes: una compañía de sistemas operativos y una compañía de aplicaciones. En este artículo demostraremos que, a pesar de que el plan de división ha provocado gran atención y análisis, implica una serie de problemas sustanciales que han sido completamente pasados por alto por el gobierno, el tribunal y los comentaristas. Una división de Microsoft implicaría dificultades y costos sustanciales de "finanzas corporativas" que tendrían que solucionarse. En este artículo proponemos identificar y analizar estas dificultades y costos, y explorar y evaluar cómo podrían solucionarse de la mejor manera. Los problemas que identificamos deben ser solucionados si se pretende una división y deberían tenerse en cuenta al tomar la decisión básica de dividir Microsoft o no.

Así, el análisis de la división se ha centrado en dos grupos de preguntas fundamentales. En primer lugar, muchos comentaristas han preguntado si la división está justificada desde una perspectiva antimonopolio.⁵⁾ ¿Posee y ejerce realmente Microsoft un poder monopolístico? Si es así, ¿la

¹⁾ El presente artículo fue originalmente publicado en *The Business Lawyer*, Volumen 56, No. 2, 2001, pp. 459-481. Traducción realizada por Patricia Boscos. **ADVOCATUS** agradece a Alberto Delgado Venegas por sus valiosos comentarios a la traducción preliminar del presente artículo.

²⁾ Los autores desean agradecer a Jesse Fried, Marcel Kahan, Loui Kaplow, Dan Meltzer, Mike Solteser, Steven Shavell y Bernard Wolfman por sus valiosos comentarios y sugerencias. Asimismo, desean agradecer al Centro John M. Olin en Derecho, Economía y Negocios de la Facultad de Derecho de Harvard por su apoyo financiero. Pequeños extractos basados en las ideas de este documento fueron publicados anteriormente por los autores como *Breaking Up is Hard to Do*, FIN. TIMES, 24 de octubre de 2000 y *A Hard Division*, LEGAL TIMES, 20 de noviembre de 2000.

³⁾ 97 F. Supp. 2da. 59 (D.D.C. 2000). La Corte Suprema decidió no tomar el caso en apelación directa, véase *Microsoft Corp. contra Estados Unidos de América*, 121 S.Ct.25, 2000, permitiendo así primero una revisión por parte del tribunal de segunda instancia.

⁴⁾ Véase, por ejemplo, de GOMES, Lee & BUCKMAN, Rebecca, *Unintended Consequences U.S. Plan to Split Microsoft Might Not Be That Tidy After All, Critics Complain*, WALL ST. J., 2 de junio de 2000, en B1; de BITTLINGMAYER, George & HAZLETT,

división generaría una mayor competencia o produciría dos mini-Microsofts monopolistas? ¿Los remedios de conducta por sí solos podrían inhibir las prácticas anticompetitivas futuras o se requiere una división estructural? Es implícito a estas últimas preguntas, claro está, el supuesto de que la implementación de una división es factible.

El segundo grupo de preguntas se refiere a la implementación y los costos económicos de la división de los activos de Microsoft. Los analistas interesados en estos temas han considerado las consecuencias para los accionistas de Microsoft por la división de las operaciones comerciales de la compañía, las patentes y los trabajadores entre dos compañías independientes, así como el costo de una división para los consumidores, proveedores y demás participantes de la industria.³ A pesar de que éstos indudablemente son aspectos muy importantes dentro del marco de una división, no son las preguntas que nos interesarán en este documento.

Nuestro interés en cuanto a la implementación de la división no se refiere a la división de los activos, sino a la división de los valores mobiliarios de las sociedades independientes resultantes. Asumamos que los activos y las personas de Microsoft puedan dividirse sin mucha dificultad. Aún quedaría el problema de dividir los valores mobiliarios entre los accionistas existentes de Microsoft. El gobierno y sus expertos en finanzas corporativas han argumentado que la separación financiera de las sociedades puede lograrse mediante una técnica de fisión societaria convencional, como una escisión o división, una transacción societaria común que sea "similar a una serie de transacciones que se han completado satisfactoriamente en la historia empresarial reciente".⁴ Sin embargo, como demostraremos, la división exigida es fundamentalmente diferente a estas transacciones estándar y genera problemas poco comunes de valuación, tributarios, de control y equidad.

Para lograr una división efectiva de las empresas, el fallo definitivo prohíbe que los accionistas mayoritarios de Microsoft retengan una participación patrimonial en ambas sociedades resultantes. En la siguiente parte del artículo explicaremos que esta restricción, que impide una distribución proporcional simple de los valores mobiliarios de los accionistas de Microsoft, distingue la división ordenada por mandato judicial de las reorganizaciones societarias convencionales de manera tal que genera problemas sustanciales de implementación.

A continuación consideraremos tres formas alternativas para distribuir los valores mobiliarios. En primer lugar, las acciones de una compañía escindida podrían ser distribuidas proporcionalmente entre todos los accionistas de Microsoft, luego de lo cual los accionistas mayoritarios, en cumplimiento del mandato judicial, venderían sus acciones en una de las dos compañías. Sin embargo, como veremos, este planteamiento implica altos costos para los accionistas mayoritarios a quienes se les exigiría vender. La venta inmediata ocasionaría el pago inmediato de tributos, eliminando así la oportunidad que, de lo contrario, estos accionistas tendrían para diferir miles de millones de dólares en impuestos. Más aún, la venta apresurada ordenada por mandato judicial de grandes bloques de acciones, da pie al fantasma de precios de remate y la pérdida potencial de primas de control.

Thomas W., *DOS Kapital: How Antitrust Action Against Microsoft Created Value in the Computer Industry*, 1998 (manuscrito no publicado en poder de los autores); de SABBATINI, Pierhigi, *The Microsoft Case* (manuscrito no publicado en poder del autor).

³ Véase, por ejemplo, de CLARK, Don, *Dividing Microsoft In 7 Simple Steps*, WALL ST. J., 8 de junio de 2000, en B1; de GRAY, C. Boyden, *U.S. v. Microsoft: Remedies at the Expense of Consumers*, mayo 2000 (manuscrito no publicado en poder de los autores); de LIEBOWITZ, Stan J., *A Fool's Paradise, The Windows World After a Forced Breakup of Microsoft*, febrero 2000 (manuscrito no publicado en poder de los autores); de LEVINSON, Robert J., et al., *The Flawed Progression Critique of Structural Remedies in the Microsoft Case*, enero 2000 (manuscrito no publicado en poder de los autores); de LIEBOWITZ, Stan J., *Breaking Windows, Estimating the Cost of Breaking Up Microsoft Windows*, abril 1999 (manuscrito no publicado en poder de los autores).

⁴ Memorandum de los Demandantes como Sustento de la Sentencia Definitiva Propuesta en 37, *Microsoft Corp.* (Nos. 98-1232, 98-1233) (donde se cita la Declaración de Robert F. Greenhill y Jeffrey P. Williams) 4, *Microsoft Corp.* (Nos. 98-1232, 98-1233). Todos los documentos judiciales citados en este artículo relacionados con el litigio *Microsoft* podrán encontrarse en: <http://cyber.law.harvard.edu/msdof/>. Visitado el 24 de enero de 2000.

En segundo lugar, la división de valores mobiliarios podría llevarse a cabo de tal manera que los accionistas mayoritarios terminen con una mayor participación accionaria en una de las sociedades y con ninguna participación en la otra. Ya que nadie sería forzado a vender acciones, dicha distribución no a pro rata resolvería el problema tributario y el problema del descuento por venta en remate, pero este planteamiento generaría otras dificultades. Para lograr la distribución a prorrata de todo el valor accionario, sin distribuir cada uno de los valores mobiliarios a prorrata, tendría que determinarse el valor relativo de las dos sociedades resultantes. Consideraremos numerosas formas de valorizar a las sociedades resultantes y sus valores mobiliarios, incluyendo la valuación de expertos y el uso de mecanismos de mercado, pero la valuación será difícil y, en cierta medida, inexacta sin importar el método que se emplee. Asimismo, algunos planteamientos de valuación podrán permitir a los accionistas mayoritarios utilizar sus ventajas informativas para obtener valor adicional. Así, la distribución no proporcional genera un riesgo bastante real al transferir valor entre los accionistas de Microsoft.

Existe un tercer método que consideramos exigiría modificar el mandato judicial de división, pero sería consecuente con su objetivo. Bajo este método, los valores mobiliarios serían distribuidos proporcionalmente como en la escisión convencional, y los accionistas mayoritarios podrían mantener acciones en ambas sociedades; no obstante, estarían impedidos de ejercer sus derechos a voto en la filial que ellos elijan. Con esta finalidad, podría designarse a fiduciarios para que ejerzan el derecho a voto por estas acciones neutralizadas en proporción al derecho a voto de otras acciones en cualquier votación societaria. Sin embargo, si uno de los accionistas mayoritarios vendiera estas acciones, el comprador adquiriría derechos a voto normales. Este método aún implicaría costos para los accionistas mayoritarios, pero podría resultar ser el método que implique menor costo y menor riesgo para los accionistas de Microsoft.

Nuestro objetivo en el presente artículo no es determinar el método de división menos costoso, sino resaltar los principales aspectos de la división que se habrían pasado por alto. Cualquier plan de separación que prohíba a Bill Gates y a otros accionistas mayoritarios poseer acciones en ambas sociedades resultantes implicaría costos y dificultades considerables. Si se pretende una división, el gobierno y los tribunales deberían tratar de solucionar estos problemas. Más aún, estos problemas deberían considerarse como factores en el extenso análisis sobre si se justifica una división de la compañía o no. En esa línea, en la parte final de este artículo concluiremos que los aspectos de finanzas corporativas que hemos analizado deberían tenerse en cuenta en cualquier análisis futuro del mandato judicial de división de Microsoft.

II. LA COMPLEJIDAD FINANCIERA DE LA DIVISIÓN

1. El mandato judicial

El mandato judicial del Tribunal de Distrito exige que Microsoft divida sus negocios en dos sociedades independientes: una de sistemas operativos (Ops Co.) y una de aplicaciones (Aps Co.).⁵ Se ha ordenado a la compañía que desarrolle un plan para llevar a cabo la separación en un plazo de doce meses contados desde el vencimiento de la suspensión ordenada por el juez Jackson, estando pendiente la apelación de la sentencia.⁶ Conforme con el plan, la transferencia de titularidad deberá llevarse a cabo de manera tal que los "Accionistas Comprendidos" no posean acciones en ambas, la Ops Co. y la Aps Co.⁷ Por Accionistas Comprendidos se entiende los accionistas de Microsoft que son o han sido trabajadores, funcionarios o directores, y que son propietarios, directa o indirectamente,

⁵ Véase *Microsoft Corp.*, 97 F.Supp. 2do. en 64.

⁶ Véase *id.*

⁷ En términos de la sentencia definitiva, el plan deberá disponer "la transferencia de titularidad de la Empresa Separada a los Accionistas No Comprendidos de Microsoft, o mediante otra disposición que no ocasione que un Accionista Cubierto posea acciones tanto en la Empresa Separada como en la Empresa Restante". *Id.* La Empresa Separada puede ser la Aps Co. o la Ops Co. y la Empresa Restante sería la otra.

de más de cinco por ciento de las acciones con derecho a voto de Microsoft a la fecha de entrada en vigencia de la sentencia definitiva.⁸ Entre los Accionistas Comprendidos se encuentra, claro está, Bill Gates, quien, de acuerdo con la declaración informativa más reciente de Microsoft, es titular del catorce por ciento de las acciones de Microsoft.⁹ Los documentos presentados por el gobierno al tribunal sugerían que existen otros dos Accionistas Comprendidos,¹⁰ presumiblemente Steve Ballmer y Paul Allen.¹¹

La prohibición de mantener acciones en ambas empresas para los Accionistas Comprendidos fue planteada y adoptada con la finalidad de evitar que estas personas ejerzan influencia en ambas sociedades después de la división para garantizar, en otras palabras, una separación efectiva de las sociedades resultantes. Esta restricción es la fuente de las dificultades que son el centro de análisis de este artículo.

2. La posición del gobierno que sostiene que la división de los valores mobiliarios es directa

Asumamos que los activos han sido partidos y que los trabajadores, la propiedad intelectual y física y otros activos de uno de los negocios han sido transferidos a la New Co., la cual pertenece en un 100% a Microsoft. Además de las acciones de la New Co., Microsoft es ahora titular solamente de los activos que se mantienen asignados al otro negocio. El gobierno ha sugerido que desde este punto en adelante la separación sería un asunto directo y de rutina.

Al testificar para el gobierno, dos banqueros de inversión plantearon un posible escenario de separación.¹² Sugirieron que conforme con la práctica estándar de la industria, Microsoft podría vender hasta el veinte por ciento de las acciones de la New Co. a través de una oferta pública inicial (OPI) y luego de la OPI se llevaría a cabo una división o escisión libre de impuestos del patrimonio restante de la New Co. a los accionistas de Microsoft.¹³ Los banqueros testificaron que las separaciones de este tipo son comunes, y no veían dificultad alguna en modificar el mecanismo de división o escisión para garantizar que los Accionistas Comprendidos terminen con acciones sólo de una de las dos sociedades.¹⁴ En resumen, el gobierno y los banqueros parecen ver esta transacción como una escisión estándar, subestimando las dificultades que implica.

Asimismo, un Accionista Cubierto que posea acciones en una de las compañías separadas no podrá ser funcionario, director ni trabajador de la otra empresa. Básicamente, se les exigirá a los accionistas mayoritarios que limiten sus roles de inversión y administración a una de las dos filiales. Véase *id.*

⁸ Véase *id.*, es 71-72.

⁹ Véase MICROSOFT CORP., 2000 DECLARACIÓN INFORMATIVA, 28 de setiembre de 2000, disponible en: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/789019/0000950109-00-500097.txt>.

¹⁰ Véase Memorándum de Respuesta de los Demandantes como Sustento de la Sentencia Definitiva en 22, *Microsoft Corp.* (Nos. 98-1232, 981233).

¹¹ La Declaración Informativa de Microsoft de setiembre de 1999 indicaba las siguientes participaciones patrimoniales: Gates, 15.3%; Allen, 5.1% y Ballmer, 4.7%. Véase MICROSOFT CORP., 1999 DECLARACIÓN INFORMATIVA, 28 de setiembre de 1999 disponible en <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/789019/0001032210-99-001374.txt>.

La declaración informativa más reciente de Microsoft de setiembre de 2000 indicaba las siguientes participaciones patrimoniales: Gates, 13.7%; Ballmer, 4.5%. Véase MICROSOFT CORP. *supra* nota 9. Allen vendió un gran número de acciones el año pasado y probablemente ahora posee menos del 5% de las acciones. Véase de CLARK, Don & BUCKMAN, Rebecca, *Microsoft's Alien to Leave Board, Becomes Adviser*, WALL ST. J., 29 de setiembre de 2000 en B2. No obstante, de acuerdo con la sentencia definitiva, la fecha de dicha sentencia se utilizaría para determinar quién es un Accionista Cubierto. Véase Estados Unidos de América contra Microsoft Corp., 97 F. Supp. 2do. 59,71 (D.D.C., 2000). En todo caso, en nuestro análisis nos abstraremos de estos aspectos y nos centraremos en el concepto de Accionista Cubierto en general. Conforme a ello, asumiremos que Bill Gates y posteriormente uno o dos accionistas más serían afectados por las restricciones aplicadas a los Accionistas Comprendidos.

¹² Véase la Declaración de Robert F. Greenhill y Jeffrey P. Williams 42-48, *Microsoft Corp.* (Nos. 98-1232, 98-1233). Obviamente, las acciones de la Aps Co. podrían ser divididas o escindidas sin necesidad de una oferta pública inicial.

¹³ Véase *id.*, 45-48.

¹⁴ Véase *id.*, 48-49.

3. ¿Por qué la división de los valores mobiliarios no es directa?

Si bien el estructurador debe tener cuidado de no poner en peligro los aspectos cambiarios libres de impuestos de la escisión convencional, la dimensión financiera de la escisión estándar es bastante sencilla. Ya sea que la transacción se lleve a cabo mediante una OPI o no, una escisión estándar ocasionaría la distribución proporcional de acciones en la nueva sociedad a los accionistas de la antigua sociedad. De acuerdo con ello, no existe necesidad de valorizar ninguna de las empresas.¹⁶ Por definición, todos los accionistas reciben una fracción proporcional del valor combinado de las dos sociedades.

La división judicialmente ordenada de AT&T y la escisión estratégica de Agilent Technologies por parte de Hewlett-Packard se ajustan a este modelo de escisiones convencionales. En 1982 AT&T llegó a un acuerdo con el Departamento de Justicia para poner fin al monopolio en los servicios de telefonía nacional.¹⁷ AT&T creó siete compañías regionales que proporcionarían servicios de telefonía local, mientras que AT&T mantendría los negocios de larga distancia y fabricación de equipos de telefonía.¹⁸ Los activos del servicio de telefonía local fueron transferidos a las subsidiarias regionales, y luego los valores mobiliarios de estas compañías fueron distribuidos entre los accionistas de AT&T para concluir la escisión. Los accionistas de AT&T recibieron una acción común en cada una de las siete compañías de teléfono regionales por cada diez acciones de AT&T que poseían.

Por razones puramente estratégicas, Hewlett-Packard (H-P) recientemente decidió separar su empresa de fabricación de equipos de prueba y medición de sus otras operaciones.¹⁹ H-P creó la subsidiaria Agilent Technologies para albergar estos activos especializados y luego vendió dieciséis por ciento de las acciones de Agilent a través de una OPI en noviembre de 1999.²⁰ H-P completó la escisión en junio de 2000 distribuyendo el 84% restante de las acciones de Agilent a pro-rata entre los accionistas de H-P.²¹

La propiedad de AT&T y H-P fue y es difusa, pero la propiedad difusa no es un pre-requisito para conservar un relativo valor accionario a través de una escisión convencional. Una compañía con un accionista controlador podría escindir una división sin el riesgo de transferir valor a o del controlador, en la medida en que todos los accionistas terminen con una fracción prorrateada de las acciones de ambas compañías. El accionista controlador, no obstante, deberá estar autorizado para mantener acciones en ambas compañías después de la escisión para garantizar la conservación de la relativa participación de cada accionista en el valor de las empresas combinadas.

Por el contrario, en el caso de Microsoft, la compañía no puede simplemente distribuir las acciones de la empresa escindida de manera proporcional y dejarla así. El tribunal ha concluido que la separación efectiva de las empresas sería debilitada si los accionistas mayoritarios de Microsoft rehúyeran una participación patrimonial tanto en la sociedad escindida como en la sobreviviente.²² Así, al finalizar el período relevante, los Accionistas Comprendidos no podrán mantener acciones en la Ops Co. y en la Aps Co., y la técnica de escisión convencional deberá ser revisada o complementada de alguna manera para cumplir con este requisito adicional.

¹⁶ Una OPI proporciona una medida del valor de la nueva compañía, pero esta medición no es necesaria para dividir el valor equitativamente entre los accionistas de la antigua compañía.

¹⁷ Véase de TUNSTALL, W. Brooks, *Disconnecting Parties: Managing the Bell System Breakup. An Inside View* 56-57, 1985.

¹⁸ Véase *id.*

¹⁹ Véase CLARK, *supra* nota 3, en B1.

²⁰ Véase de TEAN, Khanh T.L., *H-P's Agilent Spinoff Greeted Warmly as Wall Street, as Stock Climbs 41%*, WALL ST. J., 19 de noviembre de 1999, en B3.

²¹ Véase *Business Brief, Hewlett-Packard Co.: Agilent Spinoff Completion. Stock Conversion Ave Set*, WALL ST. J., 11 de mayo de 2000, en A12.

²² Véase Estados Unidos de América contra Microsoft Corp., 97 F. Supp. 2do. 59,65 (D.D.C.2000).

III. PLANTEAMIENTOS ALTERNATIVOS PARA LA DIVISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS

Se ha exigido a Microsoft que proponga un plan detallado para la división, incluyendo la distribución de valores mobiliarios de manera que cumpla con la prohibición de participación accionaria cruzada aplicable a los Accionistas Comprendidos.²⁹ Más adelante, exploraremos los dos planteamientos alternativos que podrían usarse para lograr la distribución en cumplimiento de la prohibición: escisión seguida de una venta y distribución no proporcional. Dadas las dificultades y costos identificados con estos planteamientos, la última sección de esta parte considera un tercer planteamiento que requeriría un perfeccionamiento de la prohibición, pero que sería consecuente con su espíritu y podría eliminar algunos (no todos) los costos. Sin embargo, antes de examinar estos planteamientos, empezaremos por discutir un tema común a las tres sanciones indirectas a los accionistas individuales.

I. Notas preliminares sobre los costos para los accionistas

Tal como lo demuestra el análisis que realizamos a continuación, cualquier método de división de los valores mobiliarios en cumplimiento del texto o, incluso, del espíritu del mandato judicial de división, impondría un costo significativo a los Accionistas Comprendidos o generaría un riesgo de transferencia entre los accionistas, una transferencia que nuevamente implicaría una pérdida para algunos accionistas en beneficio de otros. Esta conclusión es bastante relevante al considerar el mandato judicial de división, ya que ni los documentos o argumentos presentados por el gobierno ni la sentencia del tribunal contemplan sanciones individuales a los accionistas de Microsoft.

El gobierno no ha solicitado la imposición de sanciones a los accionistas individuales y ha sugerido, implícita o explícitamente, que la división no implica tales sanciones.³⁰ Los Accionistas Comprendidos no fueron mencionados personalmente en la acusación formal, el gobierno no ha sostenido que las sanciones a éstos o a cualquier otro accionista de Microsoft estén justificadas, y no se ha dado oportunidad de responder a tales argumentos a los Accionistas Comprendidos u otros accionistas de Microsoft. De hecho, la posición del gobierno es que, además de la eliminación de la oportunidad de obtener ventajas monopólicas, los accionistas de Microsoft no deberán estar peor luego de la división.³¹ El mandato judicial de división, que adopta el remedio solicitado por el gobierno, tampoco contempla la imposición de sanciones significativas a los Accionistas Comprendidos o a cualquier otro accionista de Microsoft.

Para estar seguros, podría argumentarse que las sanciones a algunos accionistas estarían justificadas en este caso. Podría sostenerse que los Accionistas Comprendidos merecen ser sancionados de manera individual por su participación en una sociedad que ha violado las leyes antimonopolio. Gates y Ballmer, en particular, compartieron responsabilidad al haber establecido la política empresarial y asegurar su cumplimiento. De manera más general, uno podría opinar que es válido imponer a los accionistas de una sociedad que ha violado las leyes antimonopolio los costos que sean necesarios para generar condiciones más competitivas.

No obstante, cualquiera sea la opinión de uno respecto de estas cuestiones, es tan claro como el concepto de debido proceso que no debería imponerse sanciones financieras sustanciales a las personas ante la ausencia de una determinación judicial conciente que las declare justificadas. De conformidad con ello, si uno considerase que la división de los valores mobiliarios que acompaña a la división impondría altos costos a los accionistas, debería prestarse mucha atención a dicha determinación en cualquier análisis futuro del mandato judicial de división.

²⁹ Véase *id.* en 64.

³⁰ Véase Memorandum de Respuesta de los Demandantes como Sustento de la Sentencia Definitiva en 22-23, *Microsoft Corp.* (Nos. 98-1232, 98-1233).

³¹ Véase *id.*

2. Escisión proporcional seguida de ventas

Un método que puede utilizarse para distribuir los valores mobiliarios en cumplimiento de la prohibición de participación accionaria cruzada, y probablemente el más natural, consistiría en que Microsoft lleve a cabo una escisión proporcional convencional y luego exija a los Accionistas Comprendidos que rápidamente vendan sus tenencias accionarias en una de las dos sociedades. Bajo el marco de tiempo especificado en la sentencia definitiva, la escisión y las posteriores ventas tendrían que producirse en un plazo de doce meses.²⁷ La ventaja principal de este planteamiento es que elimina los problemas de valuación. Como discutimos anteriormente, una escisión proporcional distribuye de manera equitativa el valor de las sociedades resultantes entre los accionistas de la única sociedad anterior. No obstante, existen numerosos problemas con este planteamiento que deberían reconocerse.

2.1. Sanción tributaria

La división de Microsoft genera dos problemas tributarios distintos. En primer lugar, como en cualquier reorganización societaria, es imperativo que la distribución de los valores mobiliarios entre los accionistas se efectúe de manera que evite la configuración de ganancias. De lo contrario, todos los accionistas que reciben una distribución y que han gozado de una ganancia sobre su inversión en Microsoft serían gravados con impuestos sobre una parte de sus utilidades. Ya que una escisión seguida de una venta de las acciones de una de las entidades puede ser un medio para distribuir ganancias y utilidades societarias evitando las disposiciones sobre dividendos establecidas por las leyes tributarias, el Servicio Federal de Rentas Internas (IRS, por sus siglas en inglés) sospecha de divisiones proporcionales que son seguidas por ventas significativas, particularmente si las ventas de acciones se planifican con anticipación a la escisión.²⁸ En este caso, sin embargo, la división y el desprendimiento de las acciones de los Accionistas Comprendidos en una de las empresas es resultado de un mandato judicial. La motivación de las transacciones no está en duda y asumiremos que Microsoft podrá obtener una resolución del IRS que disponga que las ventas requeridas en esta instancia no pondrán en peligro la condición libre de impuestos de la escisión.

Estar seguros de que la escisión se encuentra libre de impuestos debería satisfacer a los Accionistas no Comprendidos que terminan con acciones en ambas sociedades y sin atribuírseles una ganancia. Los Accionistas Comprendidos a los que se les exige despojarse de sus acciones en una de las dos sociedades bajo este escenario, no obstante, no serían tan afortunados. La venta de sus acciones ocasionaría la imposición de tributos sobre sus ganancias; incluso a la tasa históricamente más baja del impuesto federal sobre las ganancias de capital de veinte por ciento, las cargas tributarias serían muy altas.²⁹

Asumiendo que el valor de mercado de Microsoft sería igualmente dividido entre la Aps Co. y la Ops Co., Bill Gates tendría que despojarse de acciones por un valor superior a US\$ 20 billones a los precios de mercado actuales.³⁰ Ya que el costo computable de estas acciones es probablemente bajo, una gran parte del producto estaría sujeta a los impuestos federales, y tal vez estatales, sobre las ganancias de capital.

²⁷ Véase *id.* en 64. No queda claro que una escisión seguida de una venta de acciones por parte de los Accionistas Comprendidos se incluya dentro del texto literal de la sentencia definitiva, lo cual requiere que la transformación de propiedad de la Empresa Separada se efectúe mediante una distribución u otra disposición que no ocasione que los Accionistas Comprendidos posean acciones en ambas empresas. Véase supra nota 7. No obstante, el proceso de dos etapas claramente parece cumplir con el objetivo del tribunal.

²⁸ Véase Reg. Tesoro I.355-2(d)(2), 2000.

²⁹ Obviamente tanto el impuesto estatal como el federal podrían ser determinados sobre las ganancias de capital de los Accionistas Comprendidos.

³⁰ Todas las cifras están basadas en información disponible a enero de 2001. La cifra de \$20 mil millones se basa en la cotización reciente de las acciones de Microsoft de \$55-60 por acción y en la titularidad de Gates de 711'750,000 acciones de acuerdo con la Declaración Informativa más reciente de Microsoft.

Ante la falta de un requerimiento de desinversión, los Accionistas Comprendidos, al igual que todos los demás accionistas, podrían diferir el reconocimiento de ganancias y posponer el impuesto indefinidamente. En efecto, si los Accionistas Comprendidos mantuvieran estas acciones hasta su muerte, sus ganancias sobre estas acciones nunca serían gravadas, ya que sus herederos recibirían un costo computable incrementado.²⁸ La escisión seguida de una venta forzada parece entonces imponer una sanción significativa a los Accionistas Comprendidos que presumiblemente no fue contemplada por los estructuradores de la solución; en el caso de Gates la eliminación de la oportunidad de diferir miles de millones de dólares en impuestos.

Obviamente, la sanción tributaria sería mitigada si los Accionistas Comprendidos donaran las acciones a la caridad en lugar de venderlas, pero aportar acciones a la caridad para evitar el impuesto a una venta no elimina la sanción financiera; simplemente cambia el punto de aplicación. Gates, en particular, ha donado grandes sumas a su fundación en los últimos años.²⁹ Sin embargo, al escoger una solución no deberíamos asumir que él esté interesado actualmente en donar lo que podría ser la mitad de su fortuna a la caridad. Aun si quisiera eventualmente entregar ese monto a la caridad, donar el monto total en un año sería muy ineficaz.³⁰

En teoría, el problema de imposición tributaria acelerada también podría resolverse permitiendo a estas personas que vendan las acciones necesarias y reinviertan el producto de dicha venta en bienes similares bajo una modalidad libre de impuestos. Una exoneración de impuestos temporal a la venta o intercambio similar de valores mobiliarios sería poco común,³¹ pero nuevamente también lo sería la solución que está siendo impuesta por el tribunal. Sin embargo, aun si esta modificación fuese políticamente factible, no sería una solución perfecta. Claramente, beneficiaría a los Accionistas Comprendidos proporcionándoles un medio para diversificar la aplicación de impuestos que no se encuentra disponible para otros accionistas.³²

2.2. Venta al remate y posible pérdida de primas de control

Un segundo costo para los Accionistas Comprendidos podría surgir al exigirles que vendan estos grandes bloques de acciones apresuradamente. Un requerimiento de venta inmediata podría impedir que los Accionistas Comprendidos obtengan un precio que refleje el valor real de sus acciones.

²⁸ Véase I.R.C. § 1014, 2000. Los fundadores de la compañía y los accionistas mayoritarios suelen diferir la venta de acciones a pesar de los beneficios que obtendrían mediante la diversificación, ya que es más atractivo posponer (y posiblemente evitar) impuestos sobre las ganancias.

²⁹ De acuerdo con el material de prensa de Microsoft, la Fundación Bill and Melinda Gates ha donado más de \$21 mil millones. Véase Microsoft Corp., *Bill Gates' Biography*, disponible en <http://www.microsoft.com/billgates/bio>.

³⁰ Véase de CHRELESTEIN, Marvin A., *Federal Income Tax* 765, 4ta. edición, 1995. La donación de propiedades valorizadas por lo general es eficiente en términos tributarios. El donante recibe una deducción igual a la valuación de las acciones y la donación no produce el reconocimiento de la ganancia. La deducción por lo general está limitada a 30% del ingreso bruto ajustado. De modo que a pesar de que los spotes en exceso puede deducirse durante cinco años, podría ser difícil beneficiarse con las donaciones de esta magnitud que se realizan una sola vez. Véase id.

³¹ Véase id. Si bien fue algo poco común, la exoneración legislativa centrada en las consecuencias tributarias, que de otra forma sería muy difíciles, de una desinversión relacionada con el antimonopolio no sería sin precedentes. Cuando E.I. du Pont de Nemours & Company fue forzada a disponer de su participación accionaria en General Motors en los años sesenta para solucionar los problemas antimonopolio, se aprobó una ley que dispuso que la distribución de los accionistas fuera tratada como una ganancia de capital y no como un dividendo. Véase de Jacob Mermis, Jr., *The Law of Federal Income Taxation* 388-85, 1991.

La propiedad inmueble y la mayoría de empresas y propiedades de inversión, dejando de lado los valores mobiliarios emitidos por sociedades, pueden ser intercambiados por propiedad comercial o de inversión del mismo tipo sin reconocimiento de ganancia o pérdida. Véase I.R.C. § 1031, 1994. No obstante, si se permitiera a los accionistas que eviten el reconocimiento de ganancia a través de intercambio del mismo tipo, las ganancias en el mercado de valores podrían ser exoneradas de impuestos. Véase de CHRELESTEIN, *supra* nota 33, 17.03.

³² El mandato judicial de división, el cual no consideró la posible sanción tributaria a los Accionistas Comprendidos, obviamente tampoco consideró ningún tipo de exoneración tributaria a la venta y reinversión.

Consideremos específicamente la posición de Bill Gates por un momento. Gates sería forzado a vender una participación de catorce por ciento en una de las sociedades luego de una escisión proporcional. En una compañía grande, con accionariado difundido, un bloque de esta magnitud vale más por acción que las acciones tenidas dispersamente. La prima existe porque el bloque implica el control de la compañía, la posibilidad de obtener control, o al menos influencia en la compañía. Ciertamente, cuando se venden grandes bloques de acciones bajo circunstancias normales, el vendedor, por lo general, recibe un precio por acción por encima del mercado.³⁵

Si las acciones se vendieran de manera difusa, esta prima se perdería. Pero, incluso sin la prima de control, el bloque valdría actualmente más de US\$ 20 billones, de modo que el número de compradores potenciales de todo el bloque sería bastante limitado. Dado el pequeño universo de compradores potenciales para el bloque y el poco tiempo para realizar la venta, Gates se encontraría en una posición de negociación bastante pobre y podría verse forzado a vender de manera difusa o a aceptar un precio de venta de remate por el bloque. De cualquier forma, sería poco probable que Gates recibiera el valor de prima que normalmente estaría asociado a un bloque de esta magnitud.

La naturaleza del comprador del bloque genera otro problema. Es poco probable que una persona natural compre un bloque de veinte mil millones de dólares; y así, si las acciones se vendieran en bloque, una sociedad sería la probable compradora. Un comprador natural sería una compañía grande que ya haya ingresado o intente ingresar a la industria de computadoras o Internet. Si un participante importante en la industria, como AOL Time Warner u Oracle, comprara el bloque y obtuviera control de la filial de Microsoft, el objetivo de incrementar la competencia dentro de la industria podría verse en peligro. También es posible que el bloque pudiera venderse a un nuevo participante en la industria o a una sociedad inversionista general como Berkshire Hathaway; pero, en todo caso, negociar dicha venta no será fácil, y una venta forzada podría implicar una pérdida significativa para Gates, dado el reducido número de posibles compradores.³⁶ Otros Accionistas Comprendidos, si los hubiera, enfrentarían problemas similares, pero sus bloques mucho más pequeños serían más fáciles de vender y menos probable que impliquen una prima de control, de modo que la venta difusa de estas acciones sería menos problemática.

Una tercera posibilidad, además de la venta difusa y la venta de los bloques a personas ajenas a la industria, sería que las sociedades resultantes de la escisión de Microsoft compraran las acciones a los Accionistas Comprendidos luego de que se haya llevado a cabo la escisión y se hayan establecido los precios de mercado. No obstante, en este escenario el mecanismo de mercado para valorizar la prima de control de Gates se pierde y cualquier valor atribuido a Gates que exceda el valor de mercado de las acciones seguramente sería impugnado por otros accionistas como resultado de la auto-negociación. Como discutiremos más adelante, si las acciones que deben ser desinvertidas no van a ser vendidas en el mercado, puede imaginarse una solución interna con resultados superiores.

3. Distribución no proporcional de los valores mobiliarios

Ahora discutiremos el segundo método de distribución de los valores mobiliarios en cumplimiento de la prohibición de participación accionaria cruzada. Según este método, los valores mobiliarios de las sociedades resultantes serían divididos de manera que los Accionistas

³⁵ Véase de BARCLAY, Michael & HOLDERNESS, Clifford, *The Law and Large-Block Trades*, 35 J.L. & ECON. 265, 266-67, 1992; *Negotiated Block Trades and Corporate Control*, 40 J. FIN. 601, 1991; *Private Benefits from Control of Public Corporations*, 25 J. FIN. ECON. 371, 1989.

³⁶ El comprador corporativo en una transacción de un bloque grande, por lo general, paga por las acciones con sus propias acciones o con una combinación de acciones y efectivo. Véase de OESTERLE, Dale A., *The Law of Mergers, Acquisitions and Reorganizations* 35, 1991. Si bien la sentencia definitiva prohíbe a los Accionistas Comprendidos que mantengan acciones en ambas filiales de Microsoft, se plantea la posibilidad de que estas personas mantengan acciones en una sociedad que tiene una participación accionaria significativa en una de las dos sociedades resultantes de la escisión de Microsoft. Un arreglo como el descrito no sería favorecido por la corte.

Comprendidos no reciban acciones en una de las sociedades y una fracción de las acciones superior a la proporcional en la otra compañía. Nos referiremos a ese planteamiento como un método de distribución no proporcional.

El sentido de la solución propuesta por el gobierno y la sentencia definitiva parecen indicar que un plan que implique una distribución no proporcional sería utilizado para dividir los valores mobiliarios en las dos sociedades de manera tal que los Accionistas Comprendidos no mantengan acciones en ambas.³⁸ El mandato judicial específicamente sugiere “una distribución de acciones de la Empresa Separada a los Accionistas No Comprendidos de Microsoft”.³⁹ Claro está que no se trata simplemente de distribuir las acciones de la empresa escindida a los Accionistas No Comprendidos. Dicha distribución dejaría a los Accionistas Comprendidos con una participación general seriamente disminuida. El valor de las participaciones de los Accionistas Comprendidos y No Comprendidos podría mantenerse, no obstante, haciendo que determinados accionistas entreguen acciones en una sociedad a cambio de acciones en la otra. En el sentido de las reorganizaciones societarias, una transacción de separación denominada división también podría utilizarse para alcanzar el objetivo deseado. En este escenario, Microsoft constituiría dos subsidiarias que contengan activos de la Ops Co. y de la Aps Co. Al dividir las acciones de estas dos sociedades serían distribuidas de manera no proporcional, de modo que los Accionistas Comprendidos no infrinjan la prohibición de participación accionaria cruzada. Ya que no se le exigiría a nadie que venda acciones en un escenario de escisión o división, los problemas de imposición tributaria acelerada y venta al remate serían eliminados. Sin embargo, la distribución no proporcional generaría otros problemas de difícil solución.

Para simplificar la exposición, de manera general asumiremos en la siguiente discusión que Microsoft lleva a cabo una división en la que las acciones de la casa matriz se intercambian por acciones de la Aps Co. o de la Ops Co., en el caso de los Accionistas Comprendidos, o por acciones de ambas, en el caso de los Accionistas No Comprendidos.⁴⁰ Los ratios de intercambio, es decir, el número de acciones del capital social de la casa matriz entregado a cambio de acciones de las sociedades resultantes recién constituidas, dependerá del valor relativo de las porciones y de si el accionista obtiene participación en la Ops Co., Aps Co. o en ambas.

Un ejemplo sería muy útil. Supongamos por un momento que Gates es el único Accionista Comprendido y que se ha determinado que la Ops Co. equivale al 50% de la Aps Co. Para mantener la participación de Gates de 14% en la casa matriz serían intercambiadas por una participación de 42% en la Ops Co. o de 21% en la Aps Co. En el caso anterior las acciones restantes en la casa matriz serían intercambiadas de manera proporcional por 58% de la Ops Co. y 100% de la Aps Co.; en el último caso por 79% de la Aps Co. y 100% de la Ops Co. Al igual que en este ejemplo, nuestro análisis en esta subsección se centrará de manera general en Gates, el Accionista Comprendido con mayor participación.

3.1. Valuación y división equitativa

El primer reto que implica la distribución no proporcional de los valores mobiliarios sería garantizar la distribución proporcional del valor del accionista, y ello requeriría la determinación *ex ante* del valor relativo de las sociedades separadas. Como discutimos anteriormente, la ventaja de la técnica de escisión proporcional es que no es necesario establecer el valor de las partes. Debido a que cada accionista obtiene la misma fracción de cada una de las partes, el valor relativo de las dos

³⁸ Véase Estados Unidos de América contra Microsoft Corp., 97 F.Supp. 2do. 59,64 (D.D.C. 2000), Sentencia Definitiva Propuesta por el Demandante en 4, *Microsoft Corp.* (Nos. 98-1232, 98-1233).

³⁹ *Microsoft Corp.*, 97 F. Supp. 2do. en 64.

⁴⁰ Como el lector observará fácilmente, los puntos que planteamos en este ejemplo son generales y no particulares. Un análisis centrado en una escisión tendría el mismo resultado.

partes es irrelevante.⁴¹ No se produce transferencia alguna entre los accionistas. En las escisiones de AT&T y H-P, por ejemplo, fue innecesario calcular el valor de las filiales o de las sociedades remanentes *ex ante*. Si bien H-P efectuó una oferta pública inicial en las acciones de Agilent antes de escindir las acciones restantes a los accionistas de H-P, este proceso no tuvo efecto alguno en la distribución relativa de los valores mobiliarios a los accionistas.

Sin embargo, la determinación *ex ante* del valor relativo de la compañía es inevitable en el escenario de la distribución no proporcional. Si, por ejemplo, un Accionista Comprendido recibe más acciones de la Ops Co. y ninguna acción de la Aps Co., los valores relativos de las acciones deberán determinarse para decidir cuántas acciones de la Ops Co. recibirá. Este aspecto de un esquema no proporcional es particularmente preocupante, ya que valorar las sociedades resultantes de Microsoft sería particularmente difícil. La división originaría dos grandes sociedades, muy distintas a otras en la industria, las que surgirían en circunstancias únicas. En vista de la inseguridad legal y económica que rodea sus orígenes y otros factores, por lo general, se reconoce que valorizar las sociedades resultantes de Microsoft sería especialmente especulativo.⁴² Más aún, un pequeño error en las valuaciones relativas podría ocasionar una transferencia de miles de millones de dólares entre los Accionistas Comprendidos y los No Comprendidos.

Si las filiales deben ser valorizadas, existen dos formas principales. La valuación puede estar basada en el cálculo de un experto o en los precios en el mercado de valores. Cada una de las alternativas presenta problemas.

3.1.1. Valuación basada en el cálculo de un experto

Puede contratarse a un experto o a expertos para calcular el valor relativo de las dos sociedades resultantes y para calcular los ratios de intercambio en el caso de una división no proporcional, pero existen numerosas dificultades en este planteamiento. En primer lugar, se necesitaría asegurar que las valuaciones del experto no sean sesgadas. Dada la inexactitud en la valuación, un experto tendría gran discreción al determinar el valor justo de las dos partes de Microsoft. Si el experto es designado por la compañía, podría existir cierta preocupación respecto a que el experto sea influenciado para producir un cálculo de valor relativo que favorezca a los Accionistas Comprendidos.⁴³ Por ejemplo, un banco de inversión podría ser designado para efectuar la valuación, y el banco podría tener otros negocios o podría desear hacer más negocios con la compañía administrada por los Accionistas Comprendidos. Este conflicto de intereses podría ser una desventaja para los Accionistas No Comprendidos.⁴⁴ Por esta razón, sería mejor que el experto fuera designado por el tribunal.

Aun si se pudiera confiar en un experto para que produzca cálculos de valor imparciales, el problema de la inexactitud persiste, y con él la posibilidad de un error importante en la valuación relativa. Como indicamos anteriormente, calcular el valor de estas sociedades sería particularmente especulativo y con tendencia a error. Así, a pesar de cuán cuidadosamente se escoja al experto y de los esfuerzos denodados por protegerse contra la parcialidad, persistiría la preocupación de que

⁴¹ Esto es cierto aun si la escisión es precedida de una OPI de la nueva compañía. En este caso, la "parte" que se divide entre los accionistas de la antigua compañía es la participación mantenida por la antigua compañía en la nueva compañía después de la OPI.

⁴² El gobierno sugiere que la suma del valor de las filiales podría superar el valor del todo y, así, que los accionistas de Microsoft estarían mejor luego de la división. Véase Memorandum de los Demandantes como Sustento de la Sentencia Final Propuesta en 37, *Microsoft Corp.* (Nos. 98-1232, 98-1233). Por otro lado, el gobierno sostiene que la división es necesaria para reducir el poder y las utilidades monopolísticas. Véase *id.* en 33. Si el gobierno está en lo correcto al creer que la división reducirá las utilidades monopolísticas, ahora o en el futuro, parece poco probable que los accionistas se encuentren igual de bien o mejor. Naturalmente, el gobierno está tratando de plantear la mejor solución en cada aspecto; no está tratando de calcular el valor. La aparente inconsistencia en las posiciones del gobierno, sin embargo, resalta la dificultad que un experto enfrentaría al valorizar estas sociedades.

⁴³ Véase de manera general BEBCHUK, Lucien Arye & KAHAN, Marcel, *Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done About It* 1989 DLR L.J. 27, 1989.

tanto los Accionistas Comprendidos como los No Comprendidos pierdan una gran parte del valor en el proceso.

Finalmente, el proceso de valuación del experto podría demandar tiempo y dinero. Las partes y/o el tribunal deberán llegar a un acuerdo respecto del experto o expertos. Dada la inexactitud de la valuación, el riesgo de imparcialidad, y las grandes participaciones accionarias en juego, podría parecer que los diversos participantes deberían tener derecho como parte del proceso a impugnar las valuaciones producidas. Si no existiera una vía administrativa para impugnar los resultados -y probablemente aun si la existiera- no sería raro que los resultados del proceso fuesen impugnados en los tribunales.

Por todas estas razones -inexactitud del cálculo, la posible imparcialidad, y la posibilidad de un proceso largo y contencioso- la confiabilidad en el cálculo del experto sería problemática. La pregunta entonces sería si un mecanismo confiable, basado en el mercado, podría diseñarse como reemplazo de la valuación de un experto.

3.1.2. Valuación basada en los precios de mercado

Como una alternativa a la valuación elaborada por un experto, los valores mobiliarios podrían ser asignados en base a los valores de mercado de las dos sociedades que se constituyeran mediante una OPI u OPIs. Por ejemplo, los activos de la Aps Co. y de la Ops Co. podrían ser colocados en dos subsidiarias de Microsoft recién constituidas, no dejando nada en Microsoft Corporation, excepto las acciones de las subsidiarias. De 10% a 20% por ciento de las acciones de cada subsidiaria podría venderse mediante OPIs. La negociación de estas acciones establecería precios de mercado para las acciones de cada subsidiaria y determinaría los ratios para intercambiar acciones de Microsoft Corporation por acciones de la Aps Co. y de la Ops Co.⁴⁹

Este escenario genera varias preguntas importantes: ¿puede un Accionista Comprendido escoger la compañía en la que retendrá su participación?, de ser así, ¿escoge antes o después de que los precios de mercado hayan sido establecidos? Si escoge antes, ¿esa decisión se mantiene en secreto o se hace pública? y, ¿puede hacer una selección que sea contingente a los valores relativos que resulten?

De acuerdo con el plan de división, los Accionistas Comprendidos serían forzados a desinvertir sus participaciones económicas y operativas en una de las dos sociedades resultantes. Permitir a los Accionistas Comprendidos que escojan "su" sociedad resultante genera una serie de problemas, pero parecería importante que a estas personas se les diera esa opción. Gates y Ballmer obviamente no son sólo inversionistas financieros; sus carreras y vidas están invertidas en los negocios de Microsoft. Escoger cómo y dónde uno trabaja es un derecho importante, y asumiremos más adelante que los Accionistas Comprendidos pueden tener esta opción, ya sea antes o después de que se determinen los valores relativos. No obstante, no se puede saber por anticipado si los Accionistas Comprendidos se guiarán más por sus consideraciones de bienestar personal o por sus intereses vocacionales al elegir una opción. Conforme avancemos, asumiremos frecuentemente que los Accionistas Comprendidos se centran principalmente en sus bolsillos. El lector deberá tener presente,

⁴⁹ Véase id. en 41-47. El posible conflicto de intereses podría ser mitigado si los Accionistas Comprendidos optaran por alinearse con diferentes entidades o si sus opciones se mantuvieran en secreto hasta que se produjeran los cálculos. No obstante, los Accionistas No Comprendidos no podrían confiar en ninguna divulgación eventual.

⁵⁰ Si bien el ejemplo de división es tal vez el más simple de plantear, no es necesario colocar acciones en ambas filiales para computar la valuación relativa de las compañías. Supongamos alternativamente que Microsoft crea una sola subsidiaria que contenga activos de la Ops Co. o de la Aps Co. y que Microsoft Corporation retuviera los activos de la otra empresa así como las acciones de la subsidiaria. Una OPI de las acciones de la subsidiaria proporcionaría un valor de mercado para esa empresa, y el valor de mercado de la otra empresa podría determinarse algebraicamente a partir del valor de mercado de la subsidiaria y del de la casa matriz. Más aún, podría ser factible distribuir algunas de las acciones de la subsidiaria a los accionistas existentes y generar un mercado y valores de mercado sin tener que recurrir al mercado de la OPI.

sin embargo, como nosotros, que los factores no monetarios pueden tener gran importancia. Para simplificar, nos centraremos nuevamente en Gates en este análisis.

En primer lugar, asumamos que Gates escoge qué sociedad controlará y administrará después de que se hayan establecido los precios de mercado. Gates puede tener una clara ventaja informativa al hacer su elección. Al haber co-fundado y administrado Microsoft hasta el momento de la división, Gates presumiblemente cuenta con gran cantidad de información privada "blanda" respecto de las diversas operaciones y sus prospectos que no se encuentra disponible para los inversionistas públicos. La evidencia sobre la negociación de acciones permisible por parte de *insiders* corporativos sugiere que los ejecutivos logran ganancias sustanciales anormales cuando negocian las acciones de sus compañías.⁴⁶ Este fenómeno indica que el acceso a información blanda hace posible que los *insiders* lleguen a mejores juicios que los mercados en lo que se refiere al valor. Si, a la luz de su ventaja informativa, Gates tiene una capacidad superior para juzgar el valor relativo, podría descubrir que los valores de mercado que se establecen subvalúan una de las dos filiales. Entonces podría optar por cambiar su inversión a la compañía relativamente subvaluada y lograr más que su fracción proporcional del valor combinado de las dos compañías.

Para protegerse contra esta posibilidad, uno podría considerar escenarios en los que Gates elija una opción entre las compañías con anticipación al establecimiento de los valores de mercado relativos. Esta opción podría mantenerse en secreto hasta que se establezcan los precios de mercado o podría hacerse pública. En el primer caso, el mercado no recibiría información alguna sobre la elección de Gates. Así, en la medida en que Gates pueda anticipar los valores que el mercado establecerá, Gates podrá obtener una ganancia esperada utilizando su ventaja informativa como lo haría si escogiera después de que se fijaran los precios.

En el último caso -en el que la elección anticipada de Gates se hace pública- el mercado podría hacer inferencias a partir de la opción de Gates respecto de su juicio sobre el valor relativo de las compañías. En este caso, la estrategia de Gates sería aun más complicada. Además de dar importancia a su preferencia vocacional y calcular la valuación de las sociedades resultantes realizada por el mercado como un asunto independiente, Gates necesitaría considerar qué inferencia haría el mercado a partir de su elección pública. Ya que Gates tiene intereses vocacionales y no sería sólo un inversionista, no obstante, el mercado no podría inferir totalmente la información privada de Gates y calcular a partir de su elección. Así, tales inferencias disminuirían, mas no eliminarían, la ventaja informativa de Gates.

En el análisis anterior de los escenarios en los que Gates hace una elección por anticipado (ya sea que la elección se haga pública o se mantenga en privado), hemos asumido que Gates podría anticipar los valores relativos que establecería el mercado. No obstante, si Gates hace una evaluación incorrecta, el valor se transferiría de Gates a los Accionistas No Comprendidos. Ciertamente, algunos podrían opinar que exigir a Gates que escoja la sociedad en la que se concentrará su participación antes de que los valores relativos sean determinados lo pondría en riesgo injustamente.⁴⁷

Para solucionar este problema, podemos plantear otro método de distribución basado en el mercado en el que Gates tendría que elegir "su" sociedad resultante por anticipado, pero de manera condicional al valor relativo de mercado de las sociedades resultantes. Gates podría optar por pasar su inversión a la Aps Co., por ejemplo, si y sólo si, la capitalización de la Aps Co. en el mercado no fuera mayor a un porcentaje especificado de la capitalización de la Ops Co. en el mercado.

Aquí, nuevamente, existen dos opciones: los detalles de la alternativa condicional podrían hacerse públicos o mantenerse en secreto. Si la opción se mantuviera en secreto, no habría diferencia

⁴⁶ Para una discusión sobre esta evidencia, véase de FRIED, Jesse M., *Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Preemptive Disclosure*, 71 S.CAL.L.REV. 303, 336-37, 1998.

⁴⁷ Obviamente, otros podrían opinar que forzar a Gates a hacer su elección de filial incondicionalmente (es decir, no contingente a

entre este planteamiento y permitir a Gates que elija *ex post*, y no habría mitigación alguna de la ventaja informativa de Gates. Revelar el punto de quiebre predeterminado de Gates, por otro lado, proporcionaría al mercado cierta información sobre el cálculo de Gates de los valores relativos de las dos compañías⁴⁹; pero no eliminaría la asimetría informativa, ya que los inversionistas tendrían que evaluar la medida en la que las consideraciones económicas, en oposición a las preferencias vocacionales, influenciaron el punto de quiebre. Este acuerdo daría lugar, claro está, a diversas consideraciones estratégicas. Al saber que el mercado haría inferencias a partir de un punto de quiebre revelado, Gates podría ajustar su punto de quiebre; el mercado reconocería esta posibilidad y respondería de acuerdo con ella; y así sucesivamente. Un análisis de las tácticas que podrían emplearse en ese caso va más allá del alcance del presente artículo, pero estos problemas necesitarían ser solucionados antes de establecer tal planteamiento.

Además de los problemas informativos y estratégicos considerados anteriormente, existe una consideración que favorece que los Accionistas Comprendidos hagan una elección incondicional y pública antes de la OPI. Gates y Ballmer presumiblemente mantendrán una participación activa en una de las dos sociedades, aunque no necesariamente en la misma, y sus inversiones deben permanecer en las sociedades que respectivamente administren. Podría ser necesario establecer los roles de estas personas al inicio del proceso para aminorar la inseguridad de los inversionistas y trabajadores.

Este dilema -quién escoge y cuándo lo hace- se vuelve más difícil cuando consideramos que los precios de mercado post-OPI no son necesariamente exactos o estables. Los precios de mercado pueden ser más exactos que los cálculos *ex ante*, pero las nuevas acciones por lo general no se establecen en un rango de negociación relativo a sus similares por algún tiempo, y el valor relativo de mercado de la Aps Co. y de la Ops Co. podría fluctuar significativamente durante los primeros meses posteriores a la OPI. Así, la elección de la fecha o período en el cual se calculan los ratios de intercambio podría tener un profundo efecto en la distribución de valor bajo un esquema de división no proporcional.

3.2. Pérdida de primas de control

La existencia de una prima de control dificulta aun más efectuar una división no proporcional sin transferir valor entre las partes. El bloque de 14% de Gates brinda una participación sustancial en el control, y, de acuerdo con ello, su bloque vale más por acción que las acciones de los inversionistas atomizados. Más aún, parece razonable asumir que el valor de un bloque de control es una función de la dimensión de los activos bajo control. Una división o escisión no proporcional reducirá significativamente la cantidad de activos bajo el control de Gates. Él terminará con un alto porcentaje de acciones de una sociedad, pero sin participación alguna en la otra. Podría existir cierto valor incremental asociado con el incremento de la dimensión de una participación de control en una de las compañías, pero una vez que la participación es lo suficientemente grande como para proporcionar control, las acciones agregadas no deberían incluir una prima significativa sobre el precio de mercado. En cualquier caso, cualquier valor agregado que surja de una mayor participación en una de las sociedades resultantes probablemente estará más que compensada a través de la pérdida de control sobre la otra mitad de los activos.

Más aún, los otros accionistas se beneficiarían con la pérdida de Gates. Anteriormente, su probabilidad de recibir una prima de control se veía reducida por la presencia de un accionista

los valores relativos) no es injusto. Después de todo, los Accionistas No Comprendidos no tienen opción en el asunto y sus participaciones están influenciadas por la opción de Gates. La diferencia, no obstante, es que toda la inversión de Gates en Microsoft pasará a una compañía u a la otra. Por el contrario, si bien los Accionistas No Comprendidos también liquidarán participaciones de alguna forma desproporcionadas en las dos compañías, su inversión no pasará totalmente a una de las compañías resultantes.

⁴⁹ Se ha sostenido que debería exigirse a los informantes corporativos que revelen su intención de negociación de acciones en sus compañías con varios días de anticipación a las mismas. El mercado presumiblemente aprendería a distinguir entre las negociaciones por liquidar y las negociaciones basadas en información interna blanda (o quizás algunas veces "dura") y los precios se ajustarían para reducir las utilidades excesivas de la negociación obtenidas por los informantes. Véase Fried, *supra* nota 50, en 349-50. Nuestro planteamiento aquí simplemente aplica este pensamiento a una oportunidad única para la explotación de la información interna.

dominante que podía oponerse al control. Después de la división probablemente posean acciones en una compañía que carece de un accionista dominante y es un mejor candidato para el control. Así, para evitar una transferencia de Gates a los otros accionistas, se tendría que calcular el valor de la prima de control perdida y ganada y tener esto en cuenta al establecer los ratios de intercambio de acciones.

Una vez que las posiciones de los otros Accionistas Comprendidos se consideran, la figura de la prima de control se vuelve aún más compleja. Una participación de 5% en Microsoft probablemente no implique ninguna prima de control actualmente, en especial desde que Gates posee una participación mucho mayor. Podemos imaginar un caso en el que otro Accionista Comprendido opte por unirse a la filial más pequeña, mientras que Gates se une a la más grande. Si las dos empresas son muy diferentes en tamaño, una participación de 5% podría crecer rápidamente a 15% o más.⁴⁹ Es posible, entonces, que un Accionista Comprendido adquiera una prima de control a través de una división no proporcional de los valores mobiliarios. En todo caso, las primas de control y los posibles cambios de control complican los escenarios de división no proporcional.

3.3. Costos de riesgo y liquidez

Asumamos por un momento que la valuación de las filiales de Microsoft y de las primas de control no es un problema. La división no proporcional aún podría producir dificultades, ya que los Accionistas Comprendidos terminarían con una participación porcentual mayor en una compañía más pequeña. Esta "compresión" da lugar a varios posibles problemas. En primer lugar, la concentración de sus participaciones en una entidad más pequeña impondría costos de riesgo sustanciales a los Accionistas Comprendidos, quienes estarían mucho menos diversificados después de la división. La diversificación sería sacrificada aun si las sociedades resultantes tuvieran la misma dimensión, pero este efecto sería más grave para un Accionista Comprendido si su participación pasara a la más pequeña de dos sociedades resultantes con dimensiones dispares. Gates sigue una política que consiste en vender gradualmente las acciones en la sociedad.⁵⁰ Como resultado, es razonable suponer a partir de esta práctica que la diversificación representa un beneficio importante para él, y cabe suponer que lo representaría para otros también.⁵¹

En segundo lugar, si las sociedades resultantes estuvieran ubicadas de manera desigual en la capitalización de mercado, una participación Gates-Ballmer combinada en la sociedad más pequeña podría tener consecuencias negativas para el valor ya que el mercado público en estas acciones fuertemente concentradas sería menos líquido. Más aún, si una de las dos compañías fuera mucho más pequeña que la otra, uno o más Accionistas Comprendidos estarían impedidos de mantener una participación en la compañía de su elección. Si una de las filiales representa menos de alrededor del 20% del valor combinado, estas dos personas no podrían comprimir sus inversiones en la compañía más pequeña. Alguien sería forzado a aceptar una participación y un rol administrativo en la otra compañía. Estos efectos ciertamente influirían y podrían condicionar las elecciones de los Accionistas Comprendidos.

3.4. Impuestos

La división no proporcional de los valores mobiliarios de las dos sociedades resultantes de Microsoft podría resolver el problema de participación accionaria cruzada de los Accionistas

⁴⁹ Una participación de 5% crecería a 15% si un accionista con 5% terminara con acciones en una sociedad resultante que representara un tercio del valor combinado de ambas sociedades.

⁵⁰ Las declaraciones informativas de Microsoft indican una consistente caída en la tenencia de acciones de Gates de 24.6% en 1994 a 13.7% en el 2000. Las declaraciones informativas de 1997 al 2000 se encuentran disponibles en <http://www.microsoft.com/na/fin/sec.htm>.

⁵¹ Obviamente Gates también dispone de las acciones regularmente con fines caritativos; la diversificación claramente no es su única motivación. Véase Microsoft Corp., *Bill Gates' Biography*, disponible en <http://www.microsoft.com/billgates/bio.asp>.

Comprendidos sin hacer que tengan que vender acciones inmediatamente e incurrir en un impuesto acelerado sobre las ganancias de capital. Debemos tener en cuenta, no obstante, que a menos que se logre una reorganización libre de impuestos, todos los accionistas con ganancias sobre sus acciones sufrirían un costo significativo. Así, alejarse de los modelos de escisión estándar para plantear una solución más ideal puede ser problemático. Suponemos que abogados tributaristas capaces podrían diseñar una solución no proporcional que satisfaga a todas las partes así como al IRS. Sin embargo, el tema no debe pasarse por alto.

4. Escisión proporcional seguida de una neutralización del derecho a voto

En vista de los problemas resaltados anteriormente en el intento de dividir Microsoft mediante una escisión proporcional convencional de uno de los negocios o a través de una división no proporcional de los valores mobiliarios, cabe considerar si existen además otras alternativas. En esta sección presentamos otra alternativa: una escisión proporcional seguida de una neutralización del derecho a voto del Accionista Comprendido en una de las sociedades resultantes de Microsoft. Este método no podría ser adoptado sin modificar la sentencia del juez Jackson, mediante la cual se prohíbe a los Accionistas Comprendidos que mantengan acciones en ambas compañías, pero sería consecuente con el espíritu y objetivos del mandato judicial.

Presumiblemente el objetivo del gobierno al prohibir a los Accionistas Comprendidos que mantengan participación o que se involucren en ambas sociedades resultantes de Microsoft sea reducir la posibilidad de coordinación ilegal entre estas compañías. Se puede entender que prohibir a Gates, por ejemplo, que mantenga un rol administrativo en ambas sociedades, no sería suficiente. Como accionista mayoritario en ambas sociedades después de la escisión proporcional, se encontraría en posición de ejercer influencia en ambas, aun sin tener un rol ejecutivo en una de ellas. No obstante, su influencia sobre la sociedad que no administra se reduciría significativamente si sus votos en ella fueran neutralizados. La idea entonces sería separar las empresas a través de una escisión proporcional, prohibir a los Accionistas Comprendidos que mantengan cualquier rol administrativo en una de las sociedades resultantes, y neutralizar los votos de los Accionistas Comprendidos en la compañía no administrada.

4.1. Implementación de la neutralización del derecho a voto

Una manera de lograr este resultado sería emitir a favor de los Accionistas Comprendidos acciones sin derecho a voto en una de las sociedades. Sin embargo, emitir acciones sin derecho a voto transferiría valor de los Accionistas Comprendidos a los otros accionistas. Las acciones sin derecho a voto tienden a negociarse con un descuento en comparación con las acciones con derecho a voto.²² Más aún, Gates perdería su prima de control si el derecho a voto de sus acciones fuese revocado permanentemente.

No obstante, emitir acciones sin derecho a voto sería un exceso. No existe razón alguna para limitar el derecho a voto de un tercero que compró acciones a los Accionistas Comprendidos. Los terceros compradores deberían tener derecho a voto por estas acciones ya que no estarían en capacidad de influir en la coordinación entre las sociedades resultantes de Microsoft.

En lugar de emitir acciones sin derecho a voto, el voto de un Accionista Comprendido en una de las sociedades podría simplemente ser neutralizado hasta que el Accionista Comprendido disponga de sus acciones a favor de un tercero no relacionado. De esta manera, el valor de las acciones no disminuiría, pero el riesgo de coordinación quedaría eliminado. La neutralización podría adoptar una de dos formas. Primero, podría prohibirse a los Accionistas Comprendidos que ejerzan su derecho

²² Véase de DEANGELO, Harry & DEANGELO, Linda, *Monogerial Ownership of Voting Rights*, 14 J. FIN. ECON. 33, 1985; de LEASE, Ronald C., et al., *The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations*, 11 J.FIN.ECON. 439, 1983. Para una discusión sobre la evidencia véase de FISCHEL, Daniel R., *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U.CHI.L.REV. 119, 144-46, 1987.

a voto en tanto mantengan las acciones. La pérdida de votos podría ser problemática, no obstante, si la aprobación mayoritaria de todas las acciones en circulación es necesaria para aprobar una fusión, una modificación del estatuto o cualquier otra decisión societaria importante.

Así, un segundo planteamiento es probablemente mejor. Las acciones podrían ser colocadas en fideicomiso con instrucciones al fiduciario para que ejerza el derecho a voto de manera proporcional con el voto real de las demás acciones en circulación. De esta manera, los Accionistas Comprendidos no tendrían influencia alguna en el resultado de la votación ni en la administración de dicha sociedad. Obviamente, el acuerdo de fideicomiso no debería impedir a los Accionistas Comprendidos que vendan las acciones o dispongan de ellas de alguna otra manera, y el fideicomiso terminaría con la venta de estas acciones a un tercero no relacionado quien recibiría derechos de voto normales.

La neutralización de los derechos de voto del accionista tiene precedentes. Al reconocer la carga que tendrían las personas si fueran forzadas a desinvertir grandes cantidades de acciones inmediatamente, los tribunales de defensa de la competencia han diseñado en el pasado soluciones que incluyen elementos de neutralización de voto.³⁵ En 1912, por ejemplo, E.I. du Pont de Nemours & Company fue forzada a escindir una fracción sustancial de su negocio de fabricación de explosivos a favor de dos compañías recién creadas, Hercules Powder Company y Atlas Powder Company.³⁶ Los valores mobiliarios de Hercules y Atlas fueron distribuidos a los accionistas de du Pont, pero los derechos de voto fueron recortados en la mitad de las acciones que se emitieron a veintisiete accionistas que habían sido nombrados como demandados individuales en el proceso antimonopolio.³⁷

En 1950 un Tribunal de Distrito ordenó a ciertos funcionarios, directores y accionistas mayoritarios de Alcoa que también tenían acciones en Aluminum Limited (la cual era propietaria del importante fabricante de aluminio canadiense, Alcan) que dispongan de sus acciones en Alcoa o en Aluminum Limited en un plazo de diez años.³⁸ Hasta que las acciones fueran vendidas, los derechos de voto fueron transferidos a favor de fiduciarios.³⁹

4.2. Comparación con los métodos de división considerados anteriormente

El acuerdo de neutralización de voto considerado en este artículo sería superior a una escisión convencional seguida de la venta forzada de acciones. En vista que los Accionistas Comprendidos podrían mantener las acciones neutralizadas en una de las compañías por algún tiempo, no serían forzados a aceptar un precio de venta de remate. Obviamente, no esperaríamos que las acciones neutralizadas se mantuvieran por mucho tiempo. Estas acciones tendrían mayor valor para un tercero que pudiera ejercer su voto a través de ellas. Pero este acuerdo daría a los Accionistas Comprendidos una flexibilidad que reduciría las sanciones que discutimos anteriormente. Gates, por ejemplo, podría optar por vender su bloque después de un tiempo y beneficiarse con la prima de control asociada, o podría optar por vender o donar las acciones gradualmente con la finalidad de administrar sus ingresos e impuestos.

Comparado con la distribución no proporcional de valores mobiliarios, este tercer planteamiento presenta ventajas y desventajas. Debido a que las acciones serían divididas proporcionalmente, no habría necesidad de valorizar las filiales y ningún riesgo de transferir valor entre los accionistas. Los Accionistas Comprendidos no pasarían a estar menos diversificados a través del proceso, y no tendrían que preocuparse por el tamaño relativo de las sociedades resultantes

³⁵ Para ver un ejemplo más reciente de neutralización, véase *In re Gaylord Container Corp. Shareholder Litig.*, 753 A.2d n. 462 (Del. Ch. 2000).

³⁶ Véase 1 WHITNEY, *supra* nota 36, en 193.

³⁷ Véase *id.*

³⁸ Véase *Estados Unidos de América contra Aluminum Co. of Am.*, 91 F. Supp. 333, 418-19 (S.D.N.Y. 1950).

³⁹ Véase 2 WHITNEY, *supra* nota 36, en 199.

al seleccionar cuál de ellas desean administrar. No obstante, este tercer planteamiento sí obliga a los Accionistas Comprendidos a retener acciones sin derecho a voto que carecen de valor de control o a asumir el costo tributario de vender las acciones neutralizadas. Bajo un esquema de distribución no proporcional, los Accionistas Comprendidos no enfrentarían una imposición tributaria acelerada sobre las ganancias, ni el prospecto de poseer acciones sin derecho a voto.

Si bien el método de neutralización de voto sería menos costoso para los Accionistas Comprendidos que una escisión convencional seguida de una venta inmediata, aún implicaría costos para estos accionistas. No podrían mantener tanto el derecho a voto como la postergación de impuestos que actualmente gozan. Pero sobre todo, podría ser el método menos costoso para dividir los valores mobiliarios de Microsoft. Así, aunque este método requeriría modificar el mandato judicial de división, valdría la pena considerarlo en caso que efectivamente se tenga que llevar a cabo una división.

IV. CONCLUSIÓN

Dividir la propiedad de las sociedades resultantes de Microsoft está lejos de ser algo sencillo como el gobierno ha sugerido o como el tribunal aparentemente asume. Prohibir a Gates y a cualquier otro Accionista Comprendido que mantenga participación en ambas sociedades resultantes le da gran complejidad al proceso convencional de escisión de una división empresarial. Tal como lo demuestra este artículo, cualquier método para dividir los valores mobiliarios de acuerdo con este requerimiento: (i) implicaría un costo significativo para los accionistas mayoritarios de Microsoft; u, (ii) originaría el riesgo de que se produzca una transferencia sustancial de valor entre los accionistas de Microsoft.

Los costos y riesgos que hemos identificado no han sido aún considerados como factores en el análisis amplio, pero deberían ser considerados al evaluar los costos y beneficios sociales totales de una división. Más aún, si Microsoft finalmente tiene que ser dividida, estos costos y riesgos deberán ser tomados en cuenta al diseñar el plan específico de separación. En resumen, estos problemas de finanzas corporativas deberían reconocerse y tenerse en cuenta en cualquier análisis futuro del mandato judicial de división.