

EL IMPACTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN LA EFICIENCIA DE LAS SOCIEDADES¹⁾

RICARDO GUEVARA BRINGAS²⁾

Abogado de la Barra de París.

Master en Derecho Internacional Económico por la Universidad de París,
I Panthéon-Sorbonne (Francia).

Master en Derecho Comercial por la Universidad de Bristol (Reino Unido).

Licenciado en Derecho Europeo por la Universidad de Rennes I (Francia).

SUMARIO:

- I. Introducción: 1. Explicaciones de las OPAs: 1.1. Explicaciones asociadas con decisiones de la administración; 1.2. Explicaciones asociadas con revelación de información, estructuras de propiedad, mercados de capital y factores culturales - II. La justificación del mercado del control corporativo (MCC): 1. El supuesto concerniente a la función disciplinaria de las OPAs; 2. Evolución de la efectividad del MCC como una herramienta disciplinaria.- III. Aspectos económicos y sociales de los efectos de las OPAs: 1. La riqueza de los accionistas y el desarrollo económico; 2. Corruptalismo y preocupaciones sociales.- IV. Aspectos de los enfoques regulatorios anglosajones y comunitario sobre las OPAs: 1. La visión del Reino Unido sobre las OPAs; 2. La visión de Estados Unidos sobre las OPAs; 3. La visión de la Unión Europea sobre las OPAs.- V. Conclusión.

I. INTRODUCCIÓN

Es sorprendente que la Unión Europea, en el marco de la adopción de la Directiva 2004/25/CE acerca de las Ofertas Públicas de Adquisición ("OPAs") del 21 de abril de 2004 (la "Directiva") y en su búsqueda por acercarse a un modelo de competencia perfecta en este tema, haya generado tan poca discusión acerca de la eficiencia de las OPAs, a pesar de la abundante literatura existente sobre el particular en los sistemas del *common law*.³ En lugar de plantear la pregunta sobre la conveniencia de las OPAs, la Unión Europea centró su interés en la importancia de la protección de los accionistas en los Estados Miembros, que cada vez más están compuestos por grandes inversionistas individuales e institucionales.

Las discusiones sobre el impacto de las OPAs parecen cobrar verdadera importancia dado que la Directiva y las propuestas que la antecedieron se inspiraron ampliamente en la regulación del Reino Unido sobre OPAs, que las considera como un valor positivo.⁴ No es evidente de por sí que otros países compartan el punto de vista sobre OPAs del Reino Unido y estén listos para aceptar el argumento que propugna su eficiencia. No se puede negar que los estudios sobre la eficiencia de las OPAs son controversiales y las pruebas al respecto son por lo general ambivalentes.⁵

A efectos de nuestro análisis, nos referiremos en particular a las OPAs hostiles. La definición tradicional de OPA es el proceso de adquisición de una sociedad admitida a negociación en bolsa (*target* o sociedad objeto) a través de la toma de control de suficientes acciones por parte

¹⁾ El presente trabajo de investigación fue elaborado originalmente en la Universidad de Bristol, en Inglaterra. Su divulgación en el Perú y traducción al castellano han sido idea y obra de Ernesto Salazar, a quien agradezco por su generoso trabajo.

²⁾ Dedicó este artículo a la memoria de mi padre, Rubén Guevara Manrique, distinguido jurista y hombre de bien.

³⁾ 2004/25/CE, L 142, 30 de abril de 2004, pp. 12-23.

⁴⁾ Véase COFFEY, John C., LOWENSTEIN, Louis y ROSE-ACKERMAN, Susan (eds.), *Knights, Raiders and Targets*, Nueva York, 1988, pp. 211-268; así como FAIRBURN, James A. y KAY, John A. (eds.), *Mergers & Merger Policy*, Oxford, 1989, pp. 133-174.

⁵⁾ DAVIES, Paul L., *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States*. En: HOPT, Klaus y WYMEERSCH, Eddy (eds.), *European Takeovers. Law and Practice*, Londres, 1992, pp. 196-197.

⁶⁾ ALLEN, Franklin y GALE, Douglas, *Corporate Governance and Competition*. En: VIVES, Xavier (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge, 2000, p. 43.

de una persona natural o jurídica (oferente o iniciador). En una OPA amistosa, se obtiene el acuerdo previo de los administradores o accionistas de la sociedad objeto, mientras que en una OPA hostil no existe dicho acuerdo previo. Asimismo, una OPA es exitosa si el oferente adquiere las acciones de la sociedad objeto sobre la base de su oferta. Por el contrario, una OPA fracasa si es que el oferente no obtiene el control de la sociedad objeto.

El impacto de las OPAs en la eficiencia de las sociedades se analizará ampliamente. La definición de eficiencia cubrirá: eficiencia productiva (*productive efficiency*), que relaciona producción a costos; eficiencia asignativa (*allocative efficiency*), en la medida en que las OPAs son -al menos en teoría- susceptibles de canalizar recursos escasos a los mejores destinatarios posibles y eficiencia administrativa (*managerial efficiency*) como resultado de la rotación o *turnover* de los administradores tras las OPAs.⁵ Adicionalmente a la evaluación de la situación de los accionistas en la sociedad objeto, el interés de los *stakeholders*⁶ será tomado en cuenta a fin de incluir los costos sociales que la OPA hostil puede generar.

Considerando el hecho que la mayoría de la actividad de las OPAs ocurre en los Estados Unidos y en el Reino Unido, la evidencia presentada se refiere a estos países. En efecto, el alto nivel de OPAs hostiles en el Reino Unido es considerado como una excepción en Europa Continental, donde las OPAs hostiles no son frecuentes. Las estructuras económicas, los mercados de capital y la regulación del mercado de valores divergen en los Estados Miembros de la Unión Europea.⁷ Por ejemplo, mientras las OPAs del Reino Unido son generalmente vistas como un método para obtener control, en Europa Continental son generalmente una consecuencia de que el control ya se haya transferido en un contrato privado. No obstante, algunas OPAs amistosas pueden convertirse en hostiles.⁸ Prowse indicó que en 1980 en los Estados Unidos casi el 10% de las sociedades en la lista Fortune 500 se adquirió en transacciones hostiles.⁹ Hubo ochenta OPAs hostiles en el Reino Unido en 1985 y cuarenta en los Estados Unidos en 1986. En contraste, Alemania desde la Segunda Guerra Mundial sólo había tenido tres casos de OPAs hostiles.¹⁰

En los Estados Unidos, las industrias más proclives para la inversión extranjera han sido telecomunicaciones, servicios financieros, energía, salud, farmacéutica y productos para el consumo. Se ha reportado que la intensa actividad entre 1999 e inicios del 2000 se redujo con el derrumbe de los valores de telecomunicaciones. No obstante, los Estados Unidos siguen siendo un importante destino para los inversionistas extranjeros, especialmente para aquellos con base en Europa.¹¹

Las explicaciones de las diferencias en el nivel de las OPAs tales como restricciones regulatorias, estructura de propiedad y factores culturales serán analizadas. Al respecto, se ha argumentado que en los sistemas anglosajones el énfasis se ha puesto en el objetivo de maximizar el valor de la acción, mientras que en Europa Continental la fuerza de trabajo es considerada

⁵ Véase PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, 1993, pp. 44-45, 95, 309-317.

⁶ Público relacionado con la empresa, cuya misma interacción se rige de acuerdo a los grados de impacto que la actividad que realice la empresa implique en la vida del interesado. Puede incluir a accionistas (o cualquier tenedor de algún valor de la empresa), trabajadores, acreedores, proveedores, al Estado y miembros sociales.

⁷ WYMEERSCH, Eddy, *Problems of the Regulation of Takeover Bids in the Western Europe: a Comparative Survey*. En: HOPT, Klaus y WYMEERSCH, Eddy (eds.), *Op. Cit.*, p. 95.

⁸ *Ibid.*, pp. 101-102.

⁹ Citado por: VIVES, Xavier (ed.), *Op. Cit.*, p. 42.

¹⁰ FRANKS, Julian y MAYER, Colin, *Hostile takeovers and the Correction of Managerial Failure*. En: *Journal of Financial Economics*, N° 40, 1996, pp. 164-165.

¹¹ En MAYER BROWN & PLATT (ed), *How to Buy a U.S. Business*, 2001, p. 25.

como un interés esencial de la compañía.¹² Esto podría explicar que el tema de cómo tratar a grupos de *stakeholders* en la Unión Europea generalmente ha constituido un impedimento para la armonización.¹³ Recientes investigaciones sobre el impacto de las OPAs en la disciplina de la administración serán también comentadas. Asimismo, la nueva evidencia sobre el Mercado del Control Corporativo ("MCC") es relevante para evaluar el punto de vista favorable sobre las OPAs adoptado por los Estados Unidos. Nuestro objetivo es, de esta manera, examinar el impacto de las OPAs en vista de arrojar algo de luz tras la armonización de las OPAs en la Unión Europea. Las políticas adoptadas por los Estados Unidos y el Reino Unido se confrontarán con las conclusiones sobre el impacto de las OPAs.

La primera sección resume la razón de las OPAs y los pre-requisitos necesarios para que este mecanismo opere. Debe aceptarse que las estructuras económicas y los factores históricos y culturales son de importancia capital. La segunda sección describe el MCC y evalúa reciente evidencia que considera que el rol disciplinario de las OPAs existe pero no en forma clara. Se sugiere que el MCC constituye una justificación bastante pobre para la armonización de las OPAs en Europa, dada la divergencia de gobiernos corporativos. La tercera sección trata sobre los efectos de las OPAs en las empresas, accionistas, el desarrollo económico general y sobre cuestiones sociales. Finalmente, la cuarta sección analiza la actitud regulatoria de las OPAs en el Reino Unido, los Estados Unidos y la reciente normativa adoptada en la Unión Europea.

1. Explicaciones de las OPAs

Un análisis de las OPAs demanda un previo desarrollo acerca de las razones de las OPAs y las condiciones que permiten que se produzcan. Como mencionamos anteriormente, el nivel de las OPAs en Europa es muy distinto. El interés de esta sección no es sólo entender el origen del fenómeno de las OPAs, sino sobre todo ver si la Directiva puede efectivamente tener impacto sobre el nivel de las OPAs europeas dada la naturaleza particular de sus factores de actividad.

Ciertas razones de las OPAs tienen en común que detrás de ellas existe una decisión de la administración, que puede ser meritoria o no. Otras explicaciones están principalmente relacionadas con consideraciones económicas y culturales.

1.1. Explicaciones asociadas con decisiones de la administración

Las OPAs que ocurren en el mismo sector de la industria o comercio son denominadas adquisiciones horizontales, a diferencia de las adquisiciones verticales que son respecto a potenciales proveedores y clientes. Cuando ocurren en un sector diferente, las OPAs son consideradas como parte de una voluntad de crear un conglomerado o de diversificación.¹⁴ Generalmente se cree que las adquisiciones pueden formar parte de estrategias de crecimiento. Los administradores de las sociedades tendrían que elegir entre el crecimiento interno de sus empresas a través de inversiones en sus propios negocios, o mediante el crecimiento externo, adquiriendo una nueva sociedad, como en el supuesto de las OPAs, mediante la toma de control.¹⁵ Una estrategia muy común en los Estados Unidos durante la década de los ochenta fue desinvertir, mediante la venta de actividades de algunas sociedades para favorecer la especialización.¹⁶ Las

¹² Informe Vintós de 1995. Citado por: DEAKIN, Simon, *Regulatory Competition versus Harmonization in European Company Law*. In: ESTY, Daniel C. y OERADIN, Damien (eds.), *Regulatory Competition and Economic Integration: Comparative Perspectives*, Oxford, 2001, p. 197.

¹³ *Ibid.*, p. 196.

¹⁴ PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, *Corporate Takeovers and the Public Interest*, Aberdeen, 1991, pp. 7-8.

¹⁵ Se ha sostenido que el crecimiento interno es la mejor manera para estimular la competencia y la innovación. *Ibid.*, p. 27.

¹⁶ BHAGAT, Sanjal, SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert, *The Aftermath of Hostile Takeovers*, *The Financial Markets Group Discussion Paper Series*, Paper No. 87, 1990, p. 36.

estrategias externas requieren recursos financieros significativos. Por ello Franks y Harris encontraron que los adquirentes son siete u ocho veces más grandes que los adquiridos.¹⁷

Al menos en teoría, el crecimiento externo es más rápido que el interno. En un nuevo campo, el adquirente puede obtener beneficio de la experiencia del adquirido. Se sostiene que el crecimiento interno es mucho más lento porque requiere un "plan de negocios detallado, estudios de viabilidad, pruebas diversas, contratación de trabajadores, desarrollo de productos, inversión en planta a largo plazo, la creación de relaciones con los proveedores, una estrategia de marketing y adecuados canales de distribución (...)".¹⁸ El crecimiento externo es igualmente justificado mediante la posibilidad de creación de sinergias. El postulado básico es que el valor de las sociedades en conjunto es mayor que el valor de ambas separadas (sociedad objeto y oferente).¹⁹ Dichas sinergias pueden conseguirse mediante economías de escala, en las que los costos fijos se reducen porque se extienden en una producción a mayor escala. Las sinergias financieras se producirían mediante la reducción del costo del capital, ya que la flotación y los costos de transacción pueden diluirse en un campo mayor. Igualmente, las economías de ámbito serían promovidas toda vez que una misma estructura es usada para la producción y el marketing de servicios o productos diferentes. En teoría, un oferente decidirá adquirir el control de una sociedad si el valor de retorno futuro supera los costos. Los administradores generalmente buscan activamente una ampliación de la empresa mediante toma de control cuando los beneficios esperados y el mercado futuro son auspiciosos.

La diversificación destinada a mejorar la estructura financiera y a manejar el endeudamiento, puede constituir una razón para las OPAs.²⁰ Igualmente, razones defensivas, de mala administración y oportunistas han sido señaladas. Por otro lado, existe evidencia de que los ataques de las OPAs disminuyen con el tamaño de los *targets*, aunque un *raiser* que disponga de la capacidad adecuada para levantar fondos podría siempre superar el tamaño.²¹ Entre las razones oportunistas, hay una explicación basada en la ineficiencia del mercado. En contra de la Hipótesis de Eficiencia del Mercado de Valores ("HEMV"), que considera que el mercado de valores proporciona un eficiente mecanismo de determinación de los precios de los valores en bolsa, este argumento sugiere que los oferentes identifican sociedades subvaluadas por el mercado de valores y deciden en este campo lanzar una OPA.²²

Adicionalmente, se ha sostenido que las OPAs pueden ocurrir por motivos vinculados a la administración²³, tal como el prestigio originado por el crecimiento de la sociedad. En este caso, los administradores pueden intentar conseguir maximización de su utilidad mas que la riqueza de los accionistas. Se ha sugerido que hay evidencia para esta explicación, especialmente cuando a los administradores se les monitorea de forma deficiente.²⁴ Obtener poder en el mercado

¹⁷ Véase FRANKS, Julian y HARRIS, Robert, *Shareholder Effect of U.K. Takeovers: Implications for Merger Policy*. En: FAIRBURN, James A. y KAY, John A., Op. Cit. pp. 148-174.

¹⁸ Traducción libre de PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, Op. Cit., p. 10. Contrariamente, se podría sostener que todo este esfuerzo podría ser acobardado por OPAs. Véase más adelante la sección III.

¹⁹ ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*. En: HOPT, Klaus y WYMEERSCH, Eddy, (eds.), Op. Cit. pp. 7-9. Una inudación en nuestro medio de una versión previa en Tesis No. 46, 2003, pp. 119-164.

²⁰ Véase, en contrario, BHAGAT, Sanjai, SHELEFFER, Andrei y VISHNY, Robert, Op. Cit. p. 36.

²¹ CHIPLIN, Brian y WRIGHT, Mike, *The Logic of Mergers*. Londres, 1987, pp. 14-18, 49-50, 58-61.

²² PEACOCK, Alan y BANNOCK, Op. Cit., p. 11. Véase, en contrario, ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Op. Cit. p. 20, quien sostiene que no hay evidencia de esta explicación. Véase la sección II concerniente a HEMV y al MCC que está basado en la HEMV.

²³ Para aquellos vinculados a la administración, véase PARKINSON, John E., Op. Cit., pp. 63-67.

²⁴ LEWELLEN, Wilbur, LODERER, Claudio y ROSENFELD, Ahron, *Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms*. En: *Journal of Accounting & Economy*, No. 40, 1985.

puede igualmente relacionarse con motivos vinculados a la administración. No obstante, la legislación de libre competencia ha debilitado esta justificación tradicional. Motivos tributarios son también una razón muy común para explicar las OPAs. Esta explicación es susceptible de ser clasificada como un factor estructural, pero en la actualidad depende mucho de la decisión de los administradores de tomar ventaja de oportunidades tributarias. Peacock y Bannock sostuvieron que el sistema tributario en Gran Bretaña ha favorecido las OPAs.²⁵ En cambio, de acuerdo a Auerbach y Reishus, la reducción tributaria en Estados Unidos no ha sido una razón determinante para las tomas de control.²⁶

Como puede observarse, existe una gran variedad de causas para las OPAs que son susceptibles de aplicarse a las fusiones en general. Al respecto, se ha argüido que, aunque estas explicaciones tienen un interés real, no explican los diferentes niveles de OPAs en Europa. Así, los factores económicos, culturales y estructurales –que están menos relacionados con las decisiones de la administración– parecen clarificar la diferencia del nivel de las OPAs en Europa.²⁷

1.2. Explicaciones asociadas con revelación de información, estructuras de propiedad, mercados de capital y factores culturales

La mayoría de autores concuerda con que la disponibilidad pública de información financiera es un factor capital en la actividad de las OPAs. Aplicada a las OPAs, la revelación de información o *disclosure*²⁸, es esencial para evaluar la sociedad objeto. Se ha señalado que la contabilidad poco sofisticada en las sociedades y la poca revelación de información fueron razones determinantes para el bajo nivel de OPAs en el Reino Unido durante el siglo XIX.²⁹ En aquel momento, los asuntos financieros de las sociedades eran privados.³⁰ Una investigación consideró que la escasez de información financiera fidedigna era también un factor del bajo nivel de OPAs en algunos países europeos.³¹ Por ejemplo, el umbral en el que la participación accionaria debe ser revelada en Alemania es 25%, comparada con el 5% en los Estados Unidos y 3% en el Reino Unido.³² Este tipo de *disclosure* permite al oferente potencial informarse sobre quiénes son los accionistas de la sociedad objeto y poder contactarlos.³³

Otro importante pre-requisito de las OPAs es el referido a la distribución del control y la propiedad de las sociedades. La concentración de las acciones de las sociedades en las manos de un número reducido de accionistas, especialmente si ellos administran la sociedad y rechazan entrar en una OPA amistosa, constituye un obstáculo extremadamente importante para las OPAs hostiles.³⁴ El bajo nivel de OPAs en el Reino Unido en el siglo XIX se ha explicado también por el

²⁵ PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, *Op. Cit.*, pp. 24-25.

²⁶ AUERBACH, Alan I. y REISHUS, David, *The Impact of Taxation on Mergers and Acquisition*. En: *Mergers and Acquisitions*, Chicago, 1988, p. 69.

²⁷ Ello será presentado junto a factores regulatorios en la sección IV.

²⁸ Sobre el *disclosure*, véase el capítulo décimo primero de EASTERBROOK, Frank H. y FISCHEL, Daniel, *The Economic Structure of Company Law*, Harvard, 1991.

²⁹ HANNAH, Leslie, *Takeover Bids in Britain Before 1930: an Exercise in Business "Pre-History"*. En: *Business History*, No. 16, 1974, pp. 69-71.

³⁰ CRANSTON, Ross, *The Rise and Rise of the Hostile Takeover*. En: HOPT, Klaus y WYMEERSCH, Eddy (eds.), *Op. Cit.*, p. 81.

³¹ Véase el Informe de COOPERS & LYBRAND (eds.), *Barriers to Takeovers in the European Community*, Department of Trade and Industry Document, 1989, pp. 1-4.

³² *Company Act* de 1985 (Parte IV), modificado en 1989, s. 134.

³³ Véase PARKINSON, John E., *Op. Cit.*, pp. 147-148.

³⁴ Sobre el alto nivel de concentración de las sociedades peruanas ver JIMÉNEZ, José A., *Una posible explicación sobre la concentración de la propiedad accionaria en las empresas peruanas*. En: *Ins et Veritas* No. 28, Lima, 2004, pp. 76-98.

hecho que las sociedades eran controladas estrechamente por propietarios-administradores y sus familias. Incluso cuando la participación en el capital de las sociedades empezó a abrirse, los parientes de las familias fundadoras detentaban el control con alguna pequeña participación y en la mayoría de las veces, eran reacios a vender sus participaciones.³⁵ Tan solo después de la Segunda Guerra Mundial, la gente próspera empezó a diversificar sus participaciones en diferentes sociedades. Hannah atribuye este cambio en Gran Bretaña a la decisión de las familias dueñas, principalmente por razones tributarias, de vender sus participaciones y reinvertir las ganancias en la bolsa de valores.³⁶

Pocos años después de la dispersión de las acciones en sociedades abiertas y la separación entre la propiedad y el control descrita por Berle y Means³⁷, un nuevo desarrollo surgió. Fue una reconcentración de la propiedad de grandes sociedades en muchas instituciones financieras. Estas instituciones (fondos de pensiones, fideicomisos y compañías de seguros), a diferencia de como por lo general se comportaron en el pasado y de cómo lo suelen hacer en el presente, interfirieron en la administración de las sociedades en las que invirtieron. En tanto actuaron en nombre de aquellos que colocaban sus ahorros, esencialmente se preocupaban por la maximización de las acciones. De esta manera, siempre era una tentación vender su participación en una OPA para llevarse las ganancias lo antes posible, dado que dichas instituciones eran evaluadas por su rentabilidad de corto plazo.³⁸ La predominancia de inversionistas institucionales en el Reino Unido se incrementó durante las últimas décadas. Un reciente análisis consideró que la propiedad institucional de las sociedades del Reino Unido listadas en bolsa es de casi 70%.³⁹ Adicionalmente, en los Estados Unidos y el Reino Unido, los niveles de concentración son muy bajos. Se encontró que sólo el 13% de todas las sociedades listadas en bolsa y el 5% de las sociedades del NYSE y la AMEX tienen un único accionista que ostenta la mayoría de las acciones. En una muestra del Reino Unido, de 250 sociedades hecha por Franks, Collins, Mayer y Renneboog esta cifra alcanzó sólo el 3%.⁴⁰

En cambio, en muchos países europeos el nivel de propiedad sigue concentrado. Diversas participaciones significativas son ostentadas por familias y por el Estado en Francia, o por bancos en Alemania. Por ejemplo, en Italia el 84% de las sociedades italianas tienen un único accionista mayoritario. En Bélgica, 93% de sociedades industriales cotizadas tienen igualmente un único accionista que tiene un bloque de por lo menos 25% de derechos de voto y en Alemania en 85% de las grandes sociedades cotizadas tienen un único accionista con al menos el 25% de los derechos de voto.⁴¹ Adicionalmente, en los países europeos continentales la existencia de participaciones cruzadas disuade a los oferentes de obtener el control.

De otro lado, la influencia de bancos comerciales y de inversión en Londres y Nueva York se considera como un factor en el incentivo de OPAs. En la década de los setenta, los bancos, motivados por las comisiones y los honorarios, se volvieron más activos en el financiamiento de OPAs hostiles. En los Estados Unidos no fue hasta 1974 que Morgan Stanley se comprometió en

³⁵ CLANSTON, Ross, *Op. Cit.*, p. 80.

³⁶ HANNAH, Leslie, *The Rise of the Corporate Economy*, 2da ed. Londres, 1983, p. 57.

³⁷ BERLE, Adolf y MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, 1967, pp. 47-65. La versión original se publicó en 1932 en Nueva York.

³⁸ COSH, Andy, HUGUES, Alan, LEE, Kevin y SINGH, Ajit, *Institutional Investment, Mergers and the Market for Corporate Control*, En: *International Journal of Industrial Organization*, No. 7, 1989, p. 73.

³⁹ STAPLEDON, Geoff, *Analysis and Data of Share Ownership and Control in the U.K. DTI document*, 2000, p. 5.

⁴⁰ FRANKS, Julian, MAYER, Colin y RENNEBOOG, Luc, *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?* En: *Journal of Financial Intermediation*, No. 1, 2000, p. 9.

⁴¹ *Ibid.*

su primera OPA hostil.⁴³ Igualmente, la aparición de una clase de *raiders* corporativos fue vista en el Reino Unido como uno de los más importantes factores para el ascenso de las OPAs.⁴⁴ Sorprendentemente, el muy antiguo desgano de los bancos del Reino Unido y de los Estados Unidos para costear OPAs hostiles parece existir hoy en día en determinados bancos europeos. De esta manera, un presidente anterior de Deutsche Bank indicó que las "OPAs son el camino equivocado del capitalismo".⁴⁵ También se cree que es difícil para un oferente extranjero encontrar un banco alemán dispuesto a cooperar con una OPA hostil.

Adicionalmente, la actividad de los mercados de capital puede dictar el nivel de las OPAs. Se ha sostenido, por ejemplo, que en Alemania, con sólo 497 sociedades listadas oficialmente en 1990, hay menos candidatos para OPAs que a comparación del Reino Unido, que en aquel tiempo tenía 2,450 sociedades listadas en la *London Stock Exchange*.⁴⁶ Otro factor de la actividad de las OPAs es la posibilidad para la sociedad objeto de remover fácilmente los administradores de la oferente cuando obtiene el control. En el Reino Unido una resolución ordinaria es suficiente para remover a los administradores (*Company Act* de 1985, s. 309). En contraste, en Alemania, el 75% de los votos son necesarios para remover a los directores elegidos por los accionistas y los representantes de los trabajadores no pueden ser removidos por los accionistas.⁴⁷

Finalmente, las tradiciones culturales deben tenerse en cuenta. Se ha sostenido que lo que es contrario a la ética en el Reino Unido (atrincheramiento de la administración) puede ser justificable en Europa Continental, dado que los intereses de las sociedades requieren medidas defensivas contra una OPA.⁴⁸ Además, se ha sugerido que el propósito de las OPAs es un tanto diferente en Europa Continental que aquel del Reino Unido. De esta manera, en tanto que en el Reino Unido las OPAs son una herramienta para lograr transferencia de control, en Europa Continental las OPAs son generalmente el resultado de una transferencia previa hecha a través de un contrato privado.⁴⁹

Sobre la base de esta reseña de los pre-requisitos estructurales de las OPAs, puede sostenerse que el objetivo de acercarse a un modelo de competencia perfecta de OPAs en Europa parece complejo de lograr. Creemos que dada la predominancia de factores estructurales en un mercado de OPAs, la armonización de las mismas no puede ocurrir sin un alto grado de armonización del Derecho Societario y del de Mercado de Valores. Respecto a ello, un ex-presidente de la Ontario Securities Commission sostuvo que "hay (una) crítica dimensión cultural de la regulación de las OPAs (...), esperar que los países armonicen sus normas sobre OPAs es esperar que ellos armonicen sus puntos de vista sobre muchas cuestiones políticas, económicas y sociales muy amplias".⁵⁰

En favor de un modelo de competencia perfecta para OPAs, debe argumentarse que los factores estructurales no son factores invariables. El más claro ejemplo de ello es la Directiva y otras normas europeas tales como la Cuarta Directiva del Consejo de 25 de julio de 1978 sobre las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad⁵¹ o la Undécima Directiva del Consejo

⁴³ CRANSTON, Ross, *Op. Cit.*, p. 84.

⁴⁴ *Ibid.*, p. 82.

⁴⁵ Traducción libre. HOPT, Klaus, *European Takeover Regulation: Barriers to and Problems of Harmonizing Takeover Law in the European Community*. En: HOPT, Klaus y WYMEERSCH, Eddy (eds.), *Op. Cit.*, pp. 169-170.

⁴⁶ *Ibid.*, pp. 168-169.

⁴⁷ *Ibid.*, pp. 171-172.

⁴⁸ Informe de COOPERS & LYBRAND (eds.), *Op. Cit.*, p. 22.

⁴⁹ WYMEERSCH, Eddy, *Op. Cit.*, pp. 101-102.

⁵⁰ *Ibid.*, p. 105.

⁵¹ Basado en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado 78/660/EEC. 21. L 222, 14 de agosto de 1978, pp. 11-31 (edición en inglés). Edición en español: Capítulo 17, Tomo 1, p. 55.

de 21 de diciembre de 1989 relativa a la publicidad de las sucursales constituidas en un Estado Miembro por determinadas formas de sociedades sometidas al Derecho de otro Estado¹¹, que han tenido impacto sobre factores estructurales. Adicionalmente, hay muchas Directivas sobre servicios financieros que es probable que determinen los Mercados Financieros Europeos.¹²

Otra explicación fundamental y justificación para las OPAs, al menos en el Reino Unido y los Estados Unidos, está basada en el Mercado del Control Corporativo ("MCC"). La importancia que se le ha dado al MCC y la consecuente gran cantidad de literatura sobre este tema ha requerido una sección especial.

II LA JUSTIFICACIÓN DEL MERCADO DEL CONTROL CORPORATIVO (MCC)

1. El supuesto concerniente a la función disciplinaria de las OPAs

El MCC considera a las OPAs como un mecanismo para la atenuación de riesgos ligados a los costos de agencia provocados por la separación entre la propiedad y el control de las sociedades abiertas.¹³ Este punto de vista está asociado con el sistema angloamericano en el que los directores tienen una gran autonomía en relación a los accionistas. Los costos de agencia existirían porque los administradores actuarían para satisfacer sus propios intereses y no los de los accionistas. Igualmente, se presenta a los administradores como capaces de ser indolentes o incompetentes.¹⁴ En el Reino Unido y en los Estados Unidos se ha sugerido que generalmente los accionistas -facultades para monitorear administradores y removerlos- no tienen ni la voluntad ni los incentivos para actuar en tal sentido.¹⁵ En efecto, los accionistas que ostentan pequeñas partes del capital social sienten que su función de monitoreo puede ser muy costosa. Además, dado que las acciones de las sociedades cotizadas están dispersas y los administradores se encuentran en una posición ejecutiva, ellos pueden ejercer un control de facto con muy poca participación accionaria.¹⁶ A pesar que ha habido una reconcentración de las acciones en las instituciones financieras, ello no ha afectado la apatía general de los accionistas.¹⁷

El control corporativo es percibido como un recurso valioso¹⁸, como un derecho para obtener la gestión o *management* de la sociedad. Una competencia por este derecho puede tener lugar en el MCC.¹⁹ Esta teoría sugiere que si los administradores se comportan deficientemente, los valores cotizados de la sociedad tendrán una baja valoración por ello, y que los proyectos futuros no serán atractivos. De tal manera, los potenciales oferentes interpretarán la pobre valoración de los valores como una indicación de que los recursos no están siendo empleados eficientemente y que ellos podrían hacerlo mejor. Sobre la base de esta oportunidad de control, una OPA será llevada a cabo y los malos administradores serán consecuentemente reemplazados por un equipo más eficiente. De acuerdo con este punto de vista, las OPAs rodearán a la administración *target*

¹¹ 89/666/CEE. 32. 1989. L 395, 30 de diciembre de 1989, pp. 36-39 (edición en inglés).

¹² FARRAR, John H., HANNIGAN, Brenda M., FUREY, Nigel E. y WYLIE, Philip (eds.), *Farrar's Company Law*, 4a ed., Londres, 1998, pp. 34-37.

¹³ MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*. En: *Journal of Political Economy*, No. 73, 1965, p. 693.

¹⁴ No obstante, no hay evidencia concluyente de que en empresas controladas por la administración los administradores sean probablemente más ineficientes. Véase PARKINSON, John E., *The Role of 'Exit' and 'Voice' in Corporate Governance*. En SHUKH, Saleem y REES, William (eds.), *Corporate Governance and Corporate Control*, Londres, 1995, p. 83.

¹⁵ Véase PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit., pp. 160-177, 241-259.

¹⁶ HERMAN, Edward S., *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge, 1981, pp. 24-25.

¹⁷ Véase PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit., pp. 170-174.

¹⁸ MANNE, Henry G., Op. Cit., p. 112.

¹⁹ CHIPLIN, Brian y WRIGHT, Mike, Op. Cit., pp. 26-28.

y directamente localizarán a los accionistas. A los accionistas de la sociedad objeto se les ofrecerá una prima para vender sus acciones.

Adicionalmente a la sanción relacionada con la remoción de la mala administración, el temor que suscitara la OPA crearía un incentivo en los administradores para evitar una administración deficiente y mantener el precio de las acciones en un nivel alto.⁶⁰ Por lo tanto, la amenaza de las OPAs es considerada como un factor esencial de la disciplina impuesta a los administradores.⁶¹ Este modelo externo de gobierno corporativo está basado en la premisa fundamental de que existe una relación entre el rendimiento de los administradores y el precio de las acciones; en otras palabras, que los mercados de valores son eficientes porque ellos valorizan con exactitud el precio de las acciones.

2. Evaluación de la efectividad del MCC como una herramienta disciplinaria

Antes del análisis de la evidencia sobre la función disciplinaria de las OPAs, la HEMV debe ser descrita. Tal como se ha indicado, en el modelo del MCC, los iniciadores de las OPAs confían en el bajo precio de las acciones para deducir la existencia de una administración deficiente. Si los precios de las acciones son subvaluados por el mercado de valores, y entonces no expresan el rendimiento positivo de los administradores, el MCC fallaría porque los administradores eficientes podrían ser sancionados. Por otra parte, si los valores de la sociedad objeto son sobrevaluados y, consecuentemente, los directores deficientes se atrincheran detrás de esta anomalía, el MCC podría no operar eficientemente.⁶² Por ello es que resulta importante saber si la bolsa de valores es un indicador fidedigno del valor real de las acciones.

En este sentido, la HEMV considera al mercado de valores como un proveedor con un mecanismo de precios de acciones altamente eficiente. Dicha hipótesis se basa en el supuesto que los mercados de valores se comportan de manera racional -al menos al asignar precios a acciones- y que esos mercados son capaces de absorber información sensible respecto a precios. Keane sugiere que los inversionistas pueden de esta manera confiar en el mercado por los mejores precios disponibles de acciones.⁶³

Tres versiones de la hipótesis han sido desarrolladas: la versión débil, la versión semifuerte y la versión fuerte. Un mercado es eficiente en un sentido débil si los precios de las acciones reflejan toda la información contenida en los precios pasados de las acciones. La evidencia indica que los mercados de valores son eficientes en este sentido, en tanto los movimientos del precio de los valores generalmente son autónomos de fluctuaciones previas.⁶⁴ En consecuencia, el estudio de fluctuaciones de precios pasados no ayudarán en la predicción de movimientos futuros del precio de las acciones. Un mercado es eficiente en el sentido semifuerte si los precios de las acciones reflejan toda la información disponible públicamente. Varios estudios indican que el precio de las acciones se ajusta rápidamente a fin de reflejar la nueva información significativa. Ha sido igualmente demostrado que el mecanismo del mercado confiere una mejor valoración que la mayoría de los expertos, en particular a largo plazo. De esta manera, los mercados de valores serían eficientes en sentido semifuerte.⁶⁵ Finalmente, el sentido fuerte de la HEMV sugiere que los precios de las acciones reflejan toda la información susceptible de ser conocida, incluyendo

⁶⁰ Véase MANNE, Henry G., Op. Cit., pp. 112-113; así como PARKINSON, John, *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit., pp. 119-120.

⁶¹ CHPLIN, Brian y WRIGHT, Mike, Op. Cit., p. 27.

⁶² Véase PARKINSON, John E., *The Role of 'Exit' and 'Voice' in Corporate Governance*, Op. Cit., p. 14.

⁶³ KEANE, Simon, *Efficient Markets and Financial Reporting*, Institute of Chartered Accountants of Scotland, 1987, pp. 1-22.

⁶⁴ Véase CHEFFINS, Brian R., *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997, pp. 55-56.

⁶⁵ *Ibid.*

aquella que no está disponible públicamente. La evidencia empírica, y el hecho de que los *insiders* puedan obtener ganancias elevadísimas, contradicen este tercer sentido de la HEMV.⁶⁶

Para tener una visión clara de la HEMV se debe tomar en consideración ciertas ponderaciones y críticas al respecto. Keane sugiere que "hay una tendencia en confundir la habilidad del mercado para incorporar la incertidumbre acerca del futuro, con la habilidad del mercado para predecir el futuro".⁶⁷ La HEMV no sustentaría que el mercado es capaz de predecir el futuro tan sólo llevando a cabo lo primero. Adicionalmente, de acuerdo a Cheffins, la HEMV sólo opera en mercados con gran liquidez en los que las transacciones son continuas. Si las operaciones respecto de las acciones de una sociedad ocurren raramente, o en un pequeño volumen, los expertos ignorarán estas acciones.⁶⁸

Dichas reservas sobre el alcance de la HEMV fueron completadas por críticas concernientes a su efectividad. Se ha establecido que los mercados de valores no dan precios de valores con certeza, en parte porque los participantes en los mercados no están en la mejor posición para evaluar proyectos societarios demasiado complejos.⁶⁹ La subjetividad de la valoración ha sido también indicada como un factor de ineficiencia.⁷⁰ Adicionalmente, no puede ocultarse que los mercados de valores han sido "históricamente volátiles, favoreciendo el corto plazo, así como que no pueden ser utilizados como una precisa guía de eficiencia".⁷¹ Por último, conviene afirmar que el precio de las acciones en bolsa fluctúa como respuesta a numerosas variables más allá de la calidad de la administración, tales como las tasas de interés, la inflación, las nuevas tecnologías y los cambios en el comportamiento de los consumidores.

Los altos costos de transacción y primas para obtener el control en las OPAs han sido igualmente designados como una de las barreras para la fluidez del MCC. Por ejemplo, Kay ha calculado que los honorarios pagados en el Reino Unido en 1985 en los procesos de adquisición fueron 500 millones de libras esterlinas, cerca de 7% del valor de las transacciones.⁷² La OPA infructuosa de Argyll por Distillers podría haber alcanzado los 47 millones de libras esterlinas con 75% pagado como honorarios por gastos bancarios. También se reportó que Dixons gastó 12 millones de libras esterlinas en su OPA no exitosa por Woolworth.⁷³ De esta manera, estas enormes sumas pueden constituir un desincentivo para los oferentes en participar en el MCC y cumplir su función disciplinaria. Los problemas de *free riders* pueden igualmente constituir una dificultad para la operación del MCC.⁷⁴ En efecto, los accionistas de la sociedad objeto pueden preferir mantener sus acciones para beneficiarse de los prospectos favorables anunciados por el oferente. En este caso, el oferente puede verse obligado a incrementar la prima, afectando entonces la rentabilidad de la transacción de la OPA. Por tanto, accionistas oportunistas pueden poner en peligro el resultado de la OPA.⁷⁵ Alternativamente, la racionalidad del MCC ha sido criticada

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ Traducción libre. SIMON, Keane, Op. Cit., p. 19.

⁶⁸ CHEFFINS, Brian R., Op. Cit., p. 56.

⁶⁹ Véase IRU, Henry T. C., *Risk, Time, and Factory Principles in Corporate Investment*, En: *UCLA Law Review*, No. 38, 1990, pp. 339-341.

⁷⁰ TOBIN, James, *On the Efficiency of the Financial System*, En: *Lloyd's Bank Review*, July, 1984, pp. 1-7.

⁷¹ Traducción libre. CRANSTON, Ross, Op. Cit., p. 32. Para mayores críticas sobre el HEMV véase SHILLER, Robert J., *Fashions, Fads and Bubbles in the Financial Market*, En: COFFEE, John C., LOWENSTEIN, Louis y ROSE-ACKERMAN, Susan (eds.), Op. Cit., pp. 56-73.

⁷² Véase FRANKS, Julian y HARRIS, Robert, Op. Cit., p. 169.

⁷³ *Ibid.*

⁷⁴ Los problemas relacionados con el *strancheramiento* de los administradores serán abordados en la sección IV.

particularmente por Cranston, quien sostiene que los partidarios del MCC tienen un enfoque inconsistente, en tanto que ellos pretenden que los administradores del iniciador tengan un comportamiento económico racional y la administración de la sociedad objeto actúe en beneficio de sus propios intereses.⁷⁸

A estas alturas, es necesario resumir la evidencia sobre la función disciplinaria de las OPAs. A pesar del hecho de que la amenaza de las OPAs es considerada como el instrumento básico de disciplina de la administración, no hay evidencia sobre su impacto como un mecanismo de gobierno corporativo.⁷⁹ Por el contrario, hay datos sobre el nivel de rotación o *turnover* de los administradores después de una OPA, así como información sobre la calidad de los administradores removidos de sus cargos. Romano esencialmente brinda evidencia en favor de la función disciplinaria llevada a cabo por las OPAs. Dicha autora considera que las OPAs se enfocan en sociedades que actúan ineficientemente y que el *turnover* de los administradores es más alto tras una OPA que después de una fusión amistosa.⁸⁰ Además, existe evidencia que tiende a mostrar que las sociedades objeto cuya administración se reemplaza, después de dicha operación no generaban utilidades, mientras que las sociedades objeto cuya administración se preserva, generaban utilidades. Igualmente, la nueva administración mejora el *cash flow* o flujos de la sociedad involucrada, lo que sugiere que los iniciadores son más eficientes que los *targets* en cuanto a recursos.⁸¹ Toda esta evidencia podría establecer que el modelo teórico descrito por Manne encaja con la realidad.

No obstante -y contrariamente a lo que acabamos de ver- existe evidencia que sugiere que las sociedades ineficientes no son vistas como *targets* atractivos. Se argumenta que los administradores prefieren desarrollar una OPA en sociedades con administraciones satisfactorias y que las administraciones ineficientes son vistas como un elemento repulsivo para las OPAs.⁸² Además, un estudio elaborado por Franks y Mayer en el Reino Unido entre 1985 y 1986 brinda evidencia que contradice el rol disciplinario de las OPAs.⁸³ De acuerdo con sus conclusiones, y a pesar de que no se duda que después de las OPAs existe un alto *turnover* de los administradores, existe poca evidencia de que las OPAs son originadas por el deficiente rendimiento de la sociedad anterior a la OPA. Se sostiene, de esta manera, que el rendimiento de la sociedad objeto no es inferior al de cualquier otra sociedad.⁸⁴ Por tanto, se sugiere que las OPAs podrían provocar la remoción de administradores eficientes. Al respecto, un reciente estudio que provee una evaluación comparada de las diferentes fuentes de disciplina de los administradores, brinda más evidencia sobre el efecto de gobierno de las OPAs.⁸⁵ Los directores no ejecutivos y los directores con participaciones significativas serían proclives a atrincherar la administración al reducir el *turnover* de la administración en sociedades ineficientes. Este estudio, que cubrió el

⁷⁸ Véase GROSSMAN, Sanford J. y HART, Oliver D., *Takeovers Bid, the Free-rider Problem and the Theory for Corporation*, Bell Journal of Economics, No. 11, 1980, p. 42.

⁷⁹ CRANSTON, Ross, Op. Cit. p. 88. En el mismo sentido en HERMAN, Edward S. y LOWENSTEIN, Louis, *The Efficiency Effects of Hostile Takeovers*. En: COFFEE, John C., LOWENSTEIN, Louis y ROSE-ACKERMAN, Susan, (eds.), Op. Cit. p. 213.

⁸⁰ Sobre los efectos de la amenaza véase la sección III.

⁸¹ ROMANO, Roberto. *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Op. Cit., pp. 9-11.

⁸² *Ibid.*

⁸³ Véase COFFEE, John C. *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*. En: Columbia Law Review, No. 84, 1984, p. 1212.

⁸⁴ FRANKS, Julian y MAYER, Colin, Op. Cit., pp. 163-181.

⁸⁵ *Ibid.*, pp. 167-168, 173-177, 180. Este punto de vista lo comparte HERMAN, Edward S. y LOWENSTEIN, Louis, Op. Cit., pp. 213-240.

⁸⁶ FRANKS, Julian, MAYER, Colin, y RENNEBOOG, Luc, Op. Cit., pp. 1-36.

periodo entre 1988 y 1993, confirma ampliamente las conclusiones obtenidas por Franks y Meyer. Utilizó una muestra de 250 sociedades listadas en la *London Stock Exchange* en 1988.

Un punto claro es el muy alto *turnover* de administradores post-OPA. Se encontró que hay una pequeña diferencia entre el *turnover* de los administradores de las sociedades con un rendimiento deficiente y el de las sociedades de mejor rendimiento. También se sugirió que las OPAs proveen disciplina en forma relativamente indiscriminada.⁶⁴ Este resultado debe ser ponderado por el hecho de que se encontró que había una alta tasa de adquisición entre las sociedades con peor rendimiento después de cierto periodo de tiempo. Este hallazgo no contradice la existencia de un alto nivel de *turnover* de los administradores tras una OPA, pero sí informa que dicho *turnover* no está relacionado con el rendimiento deficiente de estos mandatarios.⁶⁵ Consideramos que esta acción indiscriminada de las OPAs contradice los supuestos invocados por los partidarios de la teoría del MCC. El término "indiscriminada" tiene en este campo el sentido de caótico, sin dirección. La consecuencia es que los eficientes e ineficientes administradores serán tratados de la misma manera: ambos serían finalmente sancionados por la disciplina de las OPAs. *A fortiori*, se deduce por esto que la amenaza de las OPAs, y la supuesta disciplina que conllevan, no producen los incentivos positivos a los administradores para evitar una gestión ineficiente, en tanto la amenaza también gravita en torno a sociedades bien administradas.

En vista de las conclusiones a las que se arriban, cabe sostener que en la experiencia angloamericana existen al menos ciertas dudas sobre la función disciplinaria de las OPAs. De esta manera, el deseo de la Unión Europea por extender el MCC más allá del Reino Unido resulta infundado, dado que este mecanismo de control es aún imperfecto en los países donde se ha aplicado. Adicionalmente, las diferencias en el gobierno corporativo a lo largo de Europa impiden al MCC ser utilizado como una herramienta para el monitoreo de la administración.

Tal como se ha establecido, en muchos países europeos el gobierno corporativo goza de una fuerte participación de los accionistas y *stakeholders*. Por ejemplo, en Alemania los bancos tienen una función sustancial de monitoreo. Ellos tienen inversionistas de largo plazo y relaciones de crédito.⁶⁶ Los bancos son también muy influyentes, dado que el financiamiento de deuda es más importante que la participación en el capital. Por el contrario, se ha sugerido que en el Reino Unido los fondos de los administradores son principalmente afectados con la rentabilidad de los valores que ellos mantienen para sus inversionistas.⁶⁷ El alto nivel de diversificación constituye igualmente un obstáculo de los inversionistas institucionales para participar en el monitoreo de la administración; lo que podría ser excesivamente costoso. En Francia, las familias y el Estado contribuyen al monitoreo de la administración de sociedades abiertas. De esta forma se sostiene que el MCC «como una herramienta disciplinaria» brinda un deficiente sustento para los países europeos, en vista de acercarse a un modelo de competencia perfecta en OPAs.

III. ASPECTOS ECONÓMICOS Y SOCIALES DE LOS EFECTOS DE LAS OPAS

1. La riqueza de los accionistas y el desarrollo económico

Un inicio natural para tratar los efectos de las OPAs podría consistir en analizar la situación tanto de los accionistas de la sociedad oferente como la de la sociedad objeto. La mayoría de los

⁶⁴ *Ibid.*, p. 16.

⁶⁵ *Ibid.*, p. 17.

⁶⁶ PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit., pp. 147-151, 170-174.

⁶⁷ *Ibid.*, pp. 170-173.

estudios concluyen que las OPAs generan beneficios sustanciales para los accionistas de la sociedad objeto.⁸⁸ Por el contrario, los datos son más controversiales sobre la situación de los accionistas de la sociedad oferente que pueden experimentar situaciones neutrales, positivas y negativas de acuerdo a las mediciones o al método utilizado.⁸⁹ Adicionalmente, hay algunas dificultades en la evaluación de la situación de los oferentes. Por ejemplo, las sociedades oferentes son usualmente más grandes que las sociedades objeto, por lo que se hace más difícil determinar resultados anormales en las primeras secciones. Igualmente, las utilidades provenientes de las OPAs a veces se anticipan en el precio de las acciones de la sociedad oferente.⁹⁰

De esta manera, respecto a los accionistas de la sociedad oferente, Frank y Harris en 1986 examinaron aproximadamente 1900 adquisiciones en el Reino Unido. Los accionistas de las sociedades adquiridas tuvieron ganancias significativas. Ellos experimentaron 22% de ganancias de los valores durante el mes de la OPA y 30% de ganancias sobre un periodo de seis meses que empezó cuatro meses antes de la OPA. La situación de los adquirentes no fue tan beneficiosa, pero ellos experimentaron resultados positivos: un pequeño aumento del valor en el mes de la OPA y un 7% de ganancias sobre un periodo de seis meses.⁹¹ Alternativamente, se sugirió que el rendimiento post-adquisición de las sociedades adquirentes tiende a declinar relativamente luego de un periodo mayor a dos años tras la OPA.⁹²

Se ha sostenido que el aumento de precio en las acciones de la sociedad objeto no es *per se* un factor suficiente de la eficiencia creada por las OPAs. Por ejemplo, Bhagat, Shleifer y Vishny sostienen que "(...) una considerable evidencia muestra que muchas adquisiciones son motivadas más por el interés de los directivos que por los objetivos de los accionistas, lo que produce que los oferentes paguen excesivamente por las acciones de la sociedad objeto. Pagar en exceso, por supuesto, conduce a pérdidas en los accionistas de la sociedad oferente". Esto significaría que los aumentos en el precio de las acciones podrían importar riqueza artificial, no generada por ningún tipo de eficiencia. Al respecto, se ha dicho que las adquisiciones por sí mismas no producen riqueza. Ellas producirían más bien una mera transferencia de la propiedad de los recursos.⁹³ Roll sugirió que muchos estudios han mostrado que la reacción del precio de la sociedad objeto y la reacción del precio de la sociedad oferente, están negativamente relacionadas. Ello podría significar que existe una transferencia de riqueza de los accionistas de la sociedad oferente a los accionistas de la sociedad objeto.⁹⁴ Tal como ya se ha indicado, la evidencia de la riqueza de los accionistas es -en el agregado- variada y un tanto incierta. De esta manera, el estudio de los Morgan concluyó que "(...) los resultados anormales de las sociedades oferentes en el mes del anuncio [de las OPAs] son usualmente pequeños y es incierto si las ganancias o pérdidas predominan (...). El efecto de rol de las adquisiciones sobre la riqueza de los accionistas es incierto y probablemente pequeño (...)" (el agregado es nuestro).⁹⁵ Por lo tanto, parece necesario tomar en cuenta criterios adicionales para analizar el impacto económico de las OPAs.

⁸⁸ JENSEN, Michael y RUBACK, Richard, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*. En: *Journal of Financial Economy*, No. 11, 1983, p. 5.

⁸⁹ ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*. Op. Cit., pp. 4-6.

⁹⁰ *Ibid.*

⁹¹ FRANKS, Julius y HARRIS, Robert, Op. Cit., pp. 157-158.

⁹² PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, Op. Cit., p. 54.

⁹³ *Ibid.*, p. 27.

⁹⁴ ROLL, Richard, *Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth*. En: COFFEE, John C., LOWENSTEIN, Louis y ROSE-ACKERMAN, Susan (eds.), Op. Cit., pp. 250-251. En contrario, BHAGAT, Sanjai, SHELLEIFER, Andrei, y VISHNY, Robert Op. Cit. p. 18. Han sostenido que "esto es el caso, en esta muestra, que las ganancias del target pueden explicarse con las pérdidas de la oferente en muchas ocasiones". Traducción libre.

⁹⁵ Traducción libre. MORGAN, Victor y MORGAN, *The Stock Market and Mergers in the U.K.*, Home Occasional Papers, No. 24, 1990.

Un enfoque económico del desarrollo en cualquier país, puede incluir la tasa de crecimiento económico medida por el Producto Bruto Interno (PBI). Es probable que las OPAs tengan algún efecto en el desarrollo económico dado que producen un efecto en el crecimiento de la sociedad, que sería expresado en el PBI. No obstante, hay muchas dificultades para establecer el efecto de las OPAs en el desarrollo económico. Una posible vía es comparar diferentes periodos de tiempo en los cuales los niveles de OPAs sean diferentes, y luego relacionar dichos periodos con la tasa de crecimiento.⁹⁴ En este caso, siempre se podría sostener que una multiplicidad de factores, y no necesariamente las OPAs, producen cambios en el crecimiento. Alternativamente, Peacock y Bannock, para fines de evaluación del rol de las OPAs sobre el desarrollo económico, adoptan una definición reducida de las últimas, relacionada a la promoción de competencia.⁹⁵

Cabe mencionar que las OPAs, como estrategia externa de crecimiento, pueden producir concentración. Se ha calificado a la concentración frecuentemente como productora de efectos negativos.⁹⁶ Se dice que las adquisiciones horizontales incrementan la concentración del mercado, a través de la cual grandes sociedades aumentan sus cuotas de mercado. De esta manera, Hart y Clarke han atribuido a las OPAs un incremento en la concentración del mercado en un 50% entre 1985 y 1986.⁹⁷ Uno de los mayores argumentos contra las adquisiciones horizontales es que éstas provocan una reducción en la presión competitiva del adquirente y suprimen los centros de decisión que son importantes para la innovación.⁹⁸ Respecto a este efecto adverso de concentración, Porter sostiene que los beneficios en cuanto a eficiencia que pueden producirse por OPAs son susceptibles de perderse fácilmente "en la brusquedad de la rivalidad que resulta en presiones disminuidas por mejora dinámica".⁹⁹ Además, se ha indicado que la premisa sobre que muy grandes sociedades son necesarias para alcanzar producción óptima era verdadera antes de la Segunda Guerra Mundial, y ciertas veces después, pero no lo es más hoy. Para sostener este argumento, Peacock y Bannock dicen que las empresas pequeñas tienen un rol muy activo en investigación y desarrollo (*Research & Development*) y que muchos inversionistas-empresarios con pocos recursos contribuyeron con invenciones fundamentales en el pasado.¹⁰⁰

Otra forma para determinar el desarrollo económico es enfocarse en la rentabilidad de la oferente después de la OPA. La rentabilidad podría deducirse del nivel de la prima en las OPAs. Si las primas son altas, como efectivamente lo son, ello significaría que los oferentes esperan aumentar rentabilidad. No obstante, como se ha indicado, la prima podría no estar necesariamente justificada o podría ser el resultado de cortes de investigación y desarrollo. Alternativamente, la expectativa de que una oferente pueda ser capaz de asignar los recursos de la sociedad objeto a un mejor uso, podría involucrar un aumento en la rentabilidad y en el valor del capital. Pero como se ha mostrado en la sección precedente, las OPAs son más bien herramientas disciplinarias indiscriminadas y no proveen ninguna garantía sobre la habilidad de la nueva administración para mejorar la eficiencia de explotación (*operating efficiency*).¹⁰¹ Utilizando un enfoque muy subjetivo, Newbould en 1970 entrevistó administradores de sociedades adquiridas. La mitad de

⁹⁴ PEACOCK, Alan and BANNOCK, Graham, Op. Cit., p. 42.

⁹⁵ *Ibid.*, p. 43.

⁹⁶ CHIPLIN, Brian y WRIGHT, Mike, Op. Cit., p. 62.

⁹⁷ HART, Peter E. y CLARKE, Richard W., *Concentration in British Industry 1935-1975*, Cambridge, 1980.

⁹⁸ PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, Op. Cit., pp. 27-28.

⁹⁹ Traducción libre. PORTER, Michael E., *The Competitive Advantage of Nations*, Nueva York, 1990.

¹⁰⁰ PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, Op. Cit., pp. 29-30.

¹⁰¹ Sobre el significado de la eficiencia de explotación, por la que los recursos de la sociedad son mejor administrados, y el de la eficiencia de combinación (*combination efficiency*), por la que los recursos mantenidos por la sociedad son mejor organizados, véase EISENBERG, Melvin A., *The Structure of Corporate Law: A Legal Analysis*, Boston, 1976, p. 1498; y PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit., pp. 123-124.

ellos estaban satisfechos con los resultados y la otra mitad no lo estaban.¹⁰⁴ La mayor parte de los estudios se basó en informes de tasas de resultados. Por su parte, Singh concluyó que al menos en la mitad de los casos hubo una disminución en la rentabilidad después de una OPA.¹⁰⁵ De manera similar, Kumar consideró que, por lo general, la rentabilidad declina después de una OPA, pero en una minoría significativa de casos la rentabilidad mejoró realmente después de la OPA.¹⁰⁶ En un estudio basado en los costos reales por unidad de producción, Cowling concluyó que parecía difícil establecer que las OPAs son una condición necesaria para ganancias de eficiencia.¹⁰⁷

Asimismo, el impacto de las OPAs en el desarrollo económico en otros países ha sido medido a través de análisis comparados. En economías donde la actividad de las OPAs es baja, como Alemania y Francia, las tasas de formación de capital son más altas que en aquellos donde la tasa de OPAs es significativa.¹⁰⁸ Por otro lado, este parecer podría estar afectado por muchos desperfectos hasta el punto que muchos otros factores podrían explicar la diferencia en la formación del capital. No obstante, lo que se ha demostrado es que las OPAs no son un requisito indispensable de desarrollo económico satisfactorio.¹⁰⁹ A esto se añade que para tener una visión más precisa de los efectos de las OPAs, parece importante tener en cuenta ciertos problemas que las OPAs probablemente causan.

2. Cortoplacismo y preocupaciones sociales

Como se ha mencionado anteriormente, los partidarios del MCC consideran que la amenaza de las OPAs debería operar como un incentivo a los administradores para manejar las sociedades eficientemente y mantener las acciones a un alto nivel, ya que de lo contrario, la probabilidad de que una sociedad sea objeto de una OPA aumenta.¹¹⁰ Se ha sostenido que para incrementar los dividendos y evitar la amenaza de OPAs, los administradores pueden favorecer un enfoque cortoplacista. Se verían obligados a cortar inversiones de largo plazo, dado que las inversiones son generalmente financiadas con dinero, que sería empleado para pagar dividendos.¹¹¹ De esta manera, generalmente se ha sostenido que incrementar el valor de las acciones como resultado de la prima de OPA es visto como una oportunidad para los inversionistas de hacer ganancias de corto plazo sin los prospectos de la sociedad objeto. Un estudio conducido por los Morgan versa sobre la actitud de las grandes instituciones de inversión frente a las OPAs. Las respuestas provistas por los administradores mostraron que estaban más interesados en proyectos de largo plazo que en beneficios de corto plazo.¹¹² No obstante, esta actitud parece contradecirse con el hecho de que las instituciones financieras deben, en muchos casos, mantener la tenencia de acciones por períodos cortos para cosechar ganancias de corto plazo, ya que de lo contrario perderían sus clientes.¹¹³

¹⁰⁴ NEWBOULD, Gerald D., *Management and Merger Activity*, Liverpool, 1970.

¹⁰⁵ SINGH, Ajit, *Takeovers, Economic Natural Selection and the Theory of the Firm: Evidence from the Post-war U.K. Experience*. *Eur. Economic Journal*, No. 319, 1975, pp. 497-513.

¹⁰⁶ Véase CHIPLIN, Brian y WRIGHT, Mike, *Op. Cit.*, p. 67.

¹⁰⁷ COWLING, Keith y otros, *Mergers and Economic Performance*, Cambridge, 1980, p. 370.

¹⁰⁸ PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, *Op. Cit.*, pp. 56-58.

¹⁰⁹ *Ibid.*, p. 58.

¹¹⁰ Véase CHIPLIN, Brian y WRIGHT, Mike, *Op. Cit.*, p. 27.

¹¹¹ PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility*, *Op. Cit.*, pp. 128-129.

¹¹² MORGAN, Victor y MORGAN, Ann, *Investment Managers and Takeovers: Information and Attitudes*. *Hume Occasional Papers*, No. 25, 1990, p. 27.

¹¹³ Véase MORGAN, Victor y MORGAN, Ann, *The Stock Market and Mergers in the U.K.*, *Op. Cit.*, p. 15.

Alternativamente, puede sostenerse que el MCC no es responsable del cortoplacismo, dado que las inversiones de largo plazo hechas por sociedades son positivamente integradas en la valoración de acciones por el mercado. Pero como se ha mostrado en la sección segunda, aún quedan muchas dudas sobre la HEMV. En todo caso, parece excesivo indicar que ese cortoplacismo es sobre todo atribuible al MCC, en tanto que es posible que haya muchas otras razones para ello. Por ejemplo, se ha señalado que la incertidumbre creada por los cambios en las políticas industriales en el Reino Unido puede provocar actitudes de cortoplacismo.¹¹⁴ Además, en un reciente estudio se sugirió que los sistemas corporativos con propiedad dispersa son más apropiados para inversiones de corto plazo y actividades de alto riesgo.¹¹⁵ A pesar de la falta de precisión para establecer el impacto de las OPAs sobre el cortoplacismo, puede decirse que las presiones para obtener ganancias de corto plazo en las OPAs son reales y que la amenaza de OPAs no parece fomentar inversiones a largo plazo.

De otro lado, existen también algunos autores que vinculan las OPAs con los despidos. Shleifer y Summers se refieren, por ejemplo, al incumplimiento de contratos implícitos y de confianza tras las OPAs.¹¹⁶ De acuerdo a este punto de vista, las OPAs son aprovechadas por accionistas oportunistas como un medio para remover administradores de confianza que estaban comprometidos con acuerdos implícitos de largo plazo. Los accionistas actuarían de esta manera para incrementar sus ganancias a expensas de los trabajadores.¹¹⁷ De forma contraria, Rosett encontró incrementos en el nivel de riqueza de los trabajadores después de una OPA hostil.¹¹⁸ Alternativamente, Bagaht, Shleifer y Vishny sugirieron que los despidos sólo explican una fracción moderada de la prima de las OPA. Los despidos generarían del 10% al 20% de la prima de la OPA, aunque en ciertos casos "ellos explicarían la historia completa".¹¹⁹ Establecieron que los despidos afectan desproporcionadamente a los trabajadores de cuello blanco de alto nivel. Puede concluirse que las OPAs generalmente no benefician a los trabajadores. El empleo y la comunidad serían afectados por la concentración que sigue a las OPAs. En el caso inglés, Ascroft y Love refieren que las OPAs tienden a operar una transferencia de la sede de la sociedad oferente hacia Londres.¹²⁰ Se ha sugerido que esta situación afecta a las sociedades locales de las cuales se toman los clientes.¹²¹

Como puede comprenderse, en el Reino Unido, los Estados Unidos y la Unión Europea, las actitudes regulatorias frente a las OPAs han sido distintas. Algunos aspectos de estas regulaciones se evaluarán para determinar si fomentan un activo MCC.

¹¹⁴ PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, Op. Cit., pp. 60-61.

¹¹⁵ CARLIN, Wendy y MAYER, Colin, *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?* En: VIVES, Xavier (ed.), Op. Cit., pp. 151-152.

¹¹⁶ SCHLEIFER, Andrei y SUMMERS, Lawrence, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*. En: AUERBACH, Alan J. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, 1988, pp. 33-67.

¹¹⁷ *Ibid.*, pp. 41-42.

¹¹⁸ ROSETT, Joshua G., *Do Unions Really Contribute Explain Takeovers Premium? The Evidence on Contract Wages*. En: *Journal of Financial Economics*, No. 27, 1990, p. 263.

¹¹⁹ Traducción libre. BHAGAT, Sanjai, SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert, Op. Cit., p. 1.

¹²⁰ PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, Op. Cit., p. 63.

¹²¹ PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit. pp. 126-127; así como HUGHES, Andrew J., *The Impact of Merger: A survey of Empirical Evidence for the U.K.* En: FAIRBURN, James A. y KAY, John A. (eds), Op. Cit., pp. 87-89.

IV. ASPECTOS DE LOS ENFOQUES REGULATORIOS ANGLOAMERICANO Y COMUNITARIO SOBRE LAS OPAS

1. La visión del Reino Unido sobre las OPAs

A pesar de que a menudo se sostiene que las OPAs son facilitadas en el Reino Unido, no queda claro si las políticas sobre OPAs de dicho país apuntan al fomento de las mismas. No obstante, existe evidencia acerca de una visión de aprobación oficial de las OPAs. Por ejemplo, en el estudio encabezado por Peacock y Bannock, se mostró que de acuerdo al Department of Trade and Industry "(...) la amenaza de OPA aparece teniendo un efecto saludable sobre la administración de las sociedades abiertas. Cualquier acción del gobierno que coloca obstáculos en la vía de las OPAs debilita esta disciplina".¹²¹ Alternativamente, se ha sostenido que es dudoso que en el Reino Unido las disposiciones regulatorias sobre OPAs estén inspiradas por la teoría del MCC; ellas estarían más bien influenciadas por una visión basada en la supremacía de los accionistas.¹²² En cuanto al organismo que regula la competencia en el Reino Unido¹²³, y aunque en 1984 el secretario del Department of Trade and Industry declaró que las OPAs y las fusiones deberían ser examinadas "ante todo bajo un enfoque de competencia"¹²⁴ en la evaluación del interés público, la *Monopolies and Merger Commission*¹²⁵ enfatizó los efectos sobre eficiencia, investigación y desarrollo, empleo, seguridad y formación profesional e importaciones.¹²⁶ No obstante, lo que parece claro es que la regulación de OPAs en el Reino Unido no ha sido un obstáculo para las OPAs, como sucede por ejemplo en Estados Unidos.

En el Reino Unido, las OPAs son principalmente reguladas por el *City Code on Takeovers and Mergers* ("City Code"), la *Companies Act* de 1985 y el *Common Law* en relación a los deberes fiduciarios de los directores. En tanto las OPAs ocurren en los mercados financieros, la regulación concerniente a los servicios financieros es también relevante, aunque aquí nuestro enfoque principal se mantendrá en la primera de las normas mencionadas.¹²⁷ El *City Code* es indudablemente el más importante instrumento de regulación de OPAs en el Reino Unido. Es un Código auto-regulatorio publicado y administrado por el *Takeover Panel*. El *Takeover Panel* fue instalado en 1968 y es un órgano igualmente auto-regulatorio que tiene un inmenso poder de facto por concebir, promulgar, modificar e interpretar el *City Code*.¹²⁸ El *Takeover Panel* trabaja sobre la base del día a día a través de un ejecutivo que es generalmente responsable de la administración del *City Code*. El *Takeover Panel* no considera los beneficios comerciales de la oferta. Regula la conducta de las OPAs y se asegura de que el *City Code* se respete. Aunque el *Takeover Panel* no tenga

¹²¹ Traducción libre. PEACOCK, Alan y BANNOCK, Graham, Op. Cit., p. 49.

¹²² DAVIES, Paul L., Op. Cit., p. 200.

¹²³ En el mercado inglés las OPAs están sujetas a la *Fair Trading Act* de 1973 y a la *Competition Act* de 1998. Generalmente las adquisiciones sólo pueden ser evaluadas por las autoridades del Reino Unido si los recursos tomados superan los 70 millones de libras esterlinas o si la adquirente obtiene o incrementa su participación en 25 % del accionariado en un mercado de bienes o servicios en el Reino Unido.

¹²⁴ Informe del Director General de Fair Trading, Enero-Diciembre, 1985, al secretario del *Department of Trade and Industry*, HC 405 (1986).

¹²⁵ Desde la introducción de la *Competition Act* de 1998, la *Competition Commission* sustituye a la *Monopolies and Merger Commission*. La *Office of Fair Trading* investiga todas las adquisiciones y recomienda al *Department of Trade and Industry* si debe remitirse a la *Competition Commission* para mayor investigación. Cuando una adquisición se remite a la *Competition Commission*, la última es requerida para reportar al *Department of Trade and Industry* y si la adquisición puede afectar o no el interés público. Véase, para una revisión general, FLURSE, Mark, *Competition Law of the U.K. and E.C.*, Londres, 2000.

¹²⁶ BT y GEC, CMND 9715 (1986).

¹²⁷ Estas otras normas son las *UKLA Listing Rules*, la *Financial Services Act* de 1986 reemplazada por la *Financial Services and Markets Act* de 2000, las normas *Governing Substantial Acquisitions of Shares*, la *Crusial Justice Act* de 1993 (Parte V), la *Fair Trading Act* de 1973, la *Competition Act* de 1998 y la *European Council Regulation* 4064/89.

¹²⁸ Véase *R. contra Panel on Takeover and Mergers*, Es Parte Datin pié (1987) QB 815 (Sir John Donaldson, p. 824).

poderes legales de *enforcement* o coerción, los incumplimientos del *City Code* por los reguladores deben ser tomados en cuenta por la *Financial Services Authority*, que aprobó el *City Code* en 1995. Adicionalmente, existe cierto consenso en respetar las decisiones y sanciones del *Takeover Panel*, como la censura pública o la *reprimenda* privada.¹²⁰ El *Takeover Panel* puede igualmente solicitar a una sociedad que emprenda las acciones necesarias para remediar los efectos del incumplimiento.¹²¹ Finalmente, el *Takeover Panel* está sujeto a revisión judicial dado que cumplir con sus responsabilidades puede implicar deberes públicos.¹²² Antes de que el *Takeover Panel* se creara, se decía que determinadas adquisiciones se manejaban en forma injusta. Por ejemplo, algunas OPAs hacían discriminación de precios entre los accionistas de la sociedad objeto y algunos administradores instauraban medidas defensivas contra las OPAs sin consultar previamente a los accionistas en Junta General.¹²³ Estas prácticas fueron prohibidas por el *City Code*, el cual dispuso 10 principios generales, 38 artículos y notas explicativas. Nuestro análisis del *City Code* se limitará a las principales características de dicho instrumento, en vista a dar cuenta de su filosofía.

Uno de los principios esenciales en los que el *City Code* se basa es el requisito de trato igualitario de todos los accionistas al margen de la importancia de su participación accionaria.¹²⁴ De esta manera, de acuerdo al artículo 6.1, si en los tres meses anteriores a la OPA la sociedad oferente adquiere acciones de la sociedad objeto, cualquier oferta subsiguiente debe hacerse en términos no menos favorables. Igualmente, el artículo 6.2 establece que si durante la oferta la sociedad oferente compra acciones a un precio mayor que el de la OPA, el precio de la OPA debe incrementarse. Las OPAs parciales, las cuales tienen como principal efecto que no todos los accionistas de la sociedad objeto puedan presentar sus acciones, están prohibidas sin el consentimiento del *Takeover Panel* según el artículo 36. Las ofertas obligatorias deben también considerarse como una herramienta para preservar la igualdad de trato entre accionistas. De acuerdo al Décimo Principio General, las ofertas obligatorias se desencadenan cuando una persona o un grupo actúan concertadamente para adquirir el control de una sociedad. El artículo 9 fija el umbral tras el que una oferta general debe hacerse. Actualmente, las ofertas obligatorias ocurren cuando el adquirente compra más del 30% de las acciones de la sociedad objeto, o si él ya posee entre el 30% y 50% cualquier acción adicional puede activar el mecanismo. En tal caso, todos los accionistas de la sociedad objeto pueden compartir la prima de control y los accionistas pueden obtener un mejor precio que el que obtendrían en caso de incrementar la compra de acciones. Adicionalmente, de acuerdo al artículo 9.5, el precio pagado por el oferente debe ser el más alto precio pagado por él en los doce meses anteriores.

La igualdad también se aplica en el acceso a la información. Debemos decir que el *disclosure* o revelación de información es otro requisito esencial fijado por el *City Code*. Los accionistas deben tener, de parte del oferente y de los directores de la sociedad objeto, suficiente información para tomar una decisión.¹²⁵ Un rasgo esencial del *City Code* es la prohibición impuesta a los directores de desarrollar acciones que frustren la OPA. De acuerdo al Séptimo Principio General y al artículo 21, los directores de la sociedad objeto deben abstenerse de cualquier acción frustrante que no cuente con el consentimiento de la Junta General cuando se haya hecho una OPA o cuando haya alguna razón para creer que una es inminente. Estas disposiciones están basadas en los derechos de los accionistas de determinar el resultado de la oferta. Los directores sólo

¹²⁰ Es posible apelar ante el Panel completo y posteriormente acudir al *Appeal Committee*.

¹²¹ En el caso *Guinness*, el *Takeover Panel* obligó a Guinness a dar 75 millones de libras esterlinas a los accionistas de Distillers, como resultado de un esquema masivo ilegal de soporte de acciones.

¹²² *R. contra Panel on Takeover and Mergers*. Op Cit.

¹²³ Véase LEE, T. P., *Regulations of Takeovers in Selected national Legal Systems. Takeovers Regulations in the U.K.* En: HOPI, Klaus y WYMEERSCH, Edly (eds.) Op. Cit., pp. 133-134.

¹²⁴ Véase el primer Principio General.

¹²⁵ Por ejemplo, véase los Principios Generales 2, 4 y 5 y los artículos 3 y 9.

pueden implementar defensas legítimas tales como proveer información a los accionistas mostrando las anomalías de la oferta o convocando la lealtad de los accionistas. La prohibición de acciones frustrantes no involucra un requisito de pasividad. Los directores pueden recomendar una oferta y comprometerse al respecto.¹³⁵ Asimismo, el Noveno Principio General requiere que la información de los directores a los accionistas sobre la OPA se dé en un marco de buena fe, tomando en consideración el interés de los accionistas en conjunto con el interés de los trabajadores y los acreedores. No obstante, los trabajadores y los acreedores no tienen ningún medio concreto para exigir el cumplimiento de este dispositivo. Consecuentemente, el *City Code* intenta principalmente proteger el interés de los accionistas, impidiendo que los administradores conciben defensas contra las OPAs y siendo así, se puede afirmar que alientan las OPAs en tanto los accionistas tienden a vender para beneficiarse de la prima. No obstante, no puede decirse que el *City Code* toma una visión proactiva en favor de las OPAs, dado que, por ejemplo, por la oferta obligatoria -si bien se protege a los accionistas- se aumentan los costos de la oferta. De otro lado, la doctrina del *proper purpose* desarrollada en el *common law* puede impedir a la administración de "aislar a la sociedad del MCC".¹³⁷ En efecto, los intentos de atrincheramiento de los directores¹³⁸ y la interferencia de los mismos al no permitir que una sociedad oferente obtenga el control¹³⁹ se consideran como contrarios a la obligación de los directores de actuar de acuerdo al *proper purpose*.¹⁴⁰

2. La visión de Estados Unidos sobre las OPAs

A diferencia del Reino Unido, muchos Estados de los Estados Unidos han adoptado políticas para prevenir OPAs. No obstante, a nivel federal la *Williams Act* de 1968¹⁴¹ asigna estándares comparables a los del Reino Unido. De esta manera, el objetivo principal de la *Williams Act* fue proveer a los inversionistas de protección a través de *disclosure*. A los accionistas de la sociedad objeto también se les brinda tiempo suficiente para que decidan sobre las ventajas de la OPA. Igualmente, la *Williams Act* aboga por la igualdad de los accionistas durante la OPA. Por ejemplo, incluso si la OPA no es por todas las acciones, el oferente debe comprar todas las acciones que son ofrecidas a prorrata dividiendo la prima.¹⁴² Además, el oferente debe pagar el más alto precio pagado por las acciones de la sociedad objeto durante los veinte días de la oferta.¹⁴³ Aunque esta regulación sea de gran importancia para los aspectos procesales de las OPAs, ciertas restricciones al respecto son impuestas principalmente por la legislación de cada Estado. Así, en 1968 Virginia promulgó la primera ley estatal sobre OPAs.¹⁴⁴ Muchos otros Estados siguieron a Virginia y adoptaron la denominada "primera generación de leyes" que creó más obligaciones severas relativas al *disclosure* o revelación de información en los oferentes y permitió a las autoridades de los Estados dilatar o detener OPAs basándose en consideraciones de equidad.¹⁴⁵

¹³⁵Sujeto a un requisito tácito derivado de los deberes de los directores para actuar en el interés de la sociedad. Véase *Devenon International plc contra Chats Patents plc*, (1990) BCLC 560, 5 BCC 405, CS, y *H. John Crowther Group plc contra Carpets International plc* (1990) BCLC 460, Ch D.

¹³⁷Traducción libre. PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit., p. 137.

¹³⁸*Hogg contra Crumphorn Ltd*, (1966) 3 All ER 420.

¹³⁹*Howard Smith contra Ampal*, (1974) AC 821.

¹⁴⁰Sobre la relativa efectividad de la doctrina del *proper purpose* o propósito adecuado para impedir las defensas anteriores a la OPA véase PARKINSON, John E., *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*, Op. Cit., pp. 143-146.

¹⁴¹29 de julio de 1968. Pub L. No. 90-439, 82 Statute 45. La *Williams Act* modificó la *Securities Exchange Act* de 1934.

¹⁴²SEC 1934, ss. 14 (d), 6 y 8.

¹⁴³*Ibid.* s. 14 (d) 7.

¹⁴⁴*Disclosure Act*, Va. Code 13.1-528, 13.1-541.

¹⁴⁵BARBOUTIS, George O., *Takeover defence tactics part I: The General legal framework on takeovers*. En: *The Company Lawyer*, Vol. 20, 1999, p. 16.

Después de algunas disputas constitucionales relacionadas con dichas leyes, una "segunda generación" de leyes anti-OPAs apareció en 1986. Alrededor de 37 Estados adoptaron dichas leyes, las cuales, por ejemplo, exigían para las adquisiciones de control la aprobación de una mayoría desinteresada. En ciertos casos, las adquisiciones de participación de más de 20% o 30% quedaban sujetas a la condición de adquirir acciones que eran privadas de sus derechos de voto.¹⁴⁸ Ciertos Estados como Delaware adoptaron una ley denominada "*business combination statute*", prohibiendo a los oferentes comprometerse en ciertos negocios con una sociedad adquirida durante un periodo de tiempo específico. Muchos Estados también adoptaron leyes denominadas "*constituency statutes*" que permiten a los directores tomar en consideración intereses de no-accionistas, tales como trabajadores y la comunidad.¹⁴⁹

Adicionalmente a toda esta variedad de legislaciones contra las OPAs, hay un amplio margen dado por los jueces a los administradores para comprometerse en tácticas defensivas. Por ejemplo, aunque en Delaware no se tenga ningún *constituency statute*, la jurisprudencia ha permitido que los administradores consideren el impacto sobre los no-accionistas en la preparación de medidas defensivas.¹⁵⁰ En el caso *Paramount contra Time*, la Suprema Corte de Delaware permitió el uso de defensas contra OPAs incluso cuando la oferta no era coactiva. Luchar contra una OPA está considerado dentro de las facultades de los administradores y ello no es un asunto que los accionistas deban controlar.¹⁵¹ No obstante, los administradores deben actuar de buena fe y perseguir intereses corporativos legítimos. El test más elaborado de la decisión previa en el caso *Unocal Corp contra Mesa Petroleum Co.* se cumple sin dificultad a la luz del caso *Paramount contra Time*. Mientras en el primero se requiere que los directores muestren, para justificar tácticas defensivas, que ellos consideraron que la OPA puso en peligro la política corporativa, para el último los administradores pueden tomar medidas tan pronto haya algún peligro sobre las políticas existentes.¹⁵² Dado que existen estos obstáculos para las OPAs, se dijo que las sociedades en los Estados Unidos están rodeadas por murallas muy altas que pueden elevar excesivamente los costos a los oferentes para socavar el atrincheramiento de las administraciones.¹⁵³

En consecuencia, en el Reino Unido y en los Estados Unidos, los sistemas presentan diferencias significativas en la manera de ver las OPAs. Un comentarista sostuvo que sorprende más bien que el régimen regulatorio sea más favorable en el Reino Unido que en los Estados Unidos, ya que la comunidad empresarial norteamericana "*tiene una gran reputación por la innovación en esta área (...)*".¹⁵⁴ No obstante, se sostiene que considerando la eficiencia dudosa de las OPAs y los riesgos sociales que pueden provocar, la visión de Estados Unidos al respecto puede ser fácilmente comprendida. De otro lado, el enfoque de la Unión Europea sobre las OPAs, como ha sido ya mencionado, parece estar más cercano al modelo del Reino Unido que al de los Estados Unidos.

3. La visión de la Unión Europea sobre las OPAs

La primera propuesta de la Décimo Tercera Directiva del Consejo relativa a las OPAs,

¹⁴⁸ *Ibid.*

¹⁴⁹ BEBCHUK, Lucian A. y FERRELL, Allen, *Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*. En: ESTY, Daniel C. y GERADIN, Damien, (eds.), *Op. Cit.*, p. 76.

¹⁵⁰ Véase *Time contra Paramount*, 571 A.2d 1140, 1153 (Del 1990).

¹⁵¹ DAVIES, Paul L., *Op. Cit.*, p. 203.

¹⁵² *Ibid.*, p. 204.

¹⁵³ BEBCHUK, Lucian A. y FERRELL, *Op. Cit.*, p. 77.

¹⁵⁴ DAVIES, Paul D., *Op. Cit.*, p. 716.

presentada en 1989¹⁵³, apuntó a asegurar la igualdad de trato para todos los accionistas y a lograr que estén adecuadamente informados. Muchos artículos de dicha propuesta se presentaban de forma muy similar a la regulación del Reino Unido, tales como aquellos relacionados con las ofertas obligatorias (artículo 4), las restricciones a los poderes de la administración de la sociedad oferente (artículo 8) y la información para representantes de trabajadores de la sociedad objeto (artículo 19). Principalmente, enfocaremos estos tres puntos a efectos de mostrar la difícil evolución de la propuesta. La primera propuesta se modificó en 1990.¹⁵⁴ La mayoría de las críticas del borrador inicial se refirieron a la regulación excesivamente detallista y a las ofertas obligatorias.¹⁵⁵ Una versión racionalizada de la propuesta se presentó en 1996.¹⁵⁶ Es importante agregar que en el memorándum explicativo de la propuesta hubo algunas referencias a las bases de la Directiva. Se sostuvo que el propósito de la Comisión, al proponer la Directiva, fue no incentivar OPAs como un fin en sí mismo. No obstante, y lejos de tener un punto de vista neutral en este tema, se afirmó que las OPAs podrían ser vistas de manera positiva en tanto ellas contribuyen a la expansión y reconstrucción de las empresas europeas. Esto fue considerado indispensable para afrontar la competencia internacional.¹⁵⁷ El nuevo enfoque de la propuesta de 1996 consistió en permitir que los Estados Miembros pacten con reglas detalladas la implementación de la propuesta de la Directiva, de acuerdo a sus prácticas nacionales.¹⁵⁸ Para superar la enorme dificultad presentada por el requisito de la oferta obligatoria, este borrador no consideró a las ofertas obligatorias como los únicos medios para proteger a los accionistas minoritarios, dejándole a los Estados la posibilidad de adoptar un nivel equivalente de protección (artículo 3). Adicionalmente, el proceso de informar a los trabajadores de la sociedad objeto no estuvo más sujeto a una disposición específica. Para enfrentar ciertas críticas del Reino Unido, la propuesta indicó que la autoridad competente para ejercitar el control durante el proceso de la OPA podía ser un órgano auto-regulatorio (artículo 4).

Una nueva modificación de la propuesta se produjo en 1997¹⁵⁹, siguiendo aquellas hechas por el Parlamento Europeo.¹⁶⁰ Muchos reclamos sociales presentados por el Parlamento fueron rechazados por la Comisión, tales como la consulta a los pensionistas -que representan una categoría de accionistas particularmente vulnerable- o la publicación de un reporte que siga a la OPA mostrando su impacto sobre la fuerza laboral. Asimismo, la propuesta de que la administración de la sociedad objeto deba ser notificada para consultar a los trabajadores antes de dar su opinión sobre la OPA fue rechazada. Los trabajadores sólo obtuvieron un simple derecho de información de parte de los administradores de la sociedad objeto (artículo 6). El 29 de junio de 2000, el Consejo de Ministros de la Unión Europea adoptó una posición común sobre la propuesta de la Directiva.¹⁶¹ El Parlamento Europeo votó por modificar la posición común en diciembre de 2000.¹⁶² La modificación adoptada por el Parlamento procuró reforzar la posición de los trabajadores, obligando a la sociedad oferente a declarar sus intenciones respecto a los puestos de trabajo y la reubicación de trabajadores (modificaciones 5 y 13). Una importante modificación se dirigió a fijar un criterio de precio en una oferta obligatoria, basado en el más

¹⁵³ 11th Council Directive on Company law concerning takeover and other general bids. Com (88) 823 final.

¹⁵⁴ Com (90) 416.

¹⁵⁵ FARLAR, John H., HANNIGAN, Brenda M., FUREY, Nigel E. y WYLIE, Philip (eds.), *Op. Cit.*, p. 600.

¹⁵⁶ Com (95) 655.

¹⁵⁷ *Ibid.*, p. 2.

¹⁵⁸ En este enfoque también llamado "armonización reflexiva", véase DEAKIN, Simon, *Op. Cit.*, pp. 209-213.

¹⁵⁹ Com (97) 565 final.

¹⁶⁰ PE A4-0204/1997 y C222. 21 de Julio de 1997, p. 3.

¹⁶¹ CSL 81291/2000.

¹⁶² OJEC C232/168, 17 de agosto de 2001.

alto precio pagado en los últimos 12 meses (modificación 1 y 8). Además, otra modificación buscó introducir un mecanismo para que los directores desarrollen defensas sin el consentimiento de los accionistas, pero bajo la supervisión de la autoridad nacional (modificación 17). Como la Comisión rechazó la mayoría de estas modificaciones¹⁶⁷, un procedimiento de conciliación se inició el 10 de abril de 2001. El Comité de Conciliación¹⁶⁸ alcanzó un compromiso sobre las medidas defensivas y los derechos de los trabajadores. Con respecto a la prohibición de medidas defensivas sin el consentimiento de los accionistas en Junta General, se introdujo un nuevo artículo 15, dejando a los Estados Miembros cuatro años para trasponer la Directiva a la legislación nacional con la posibilidad de ampliar el plazo en un año más. En lo concerniente a los derechos de los trabajadores, se indicó que los trabajadores de la sociedad objeto debían ser adecuadamente informados sobre los probables impactos en sus trabajos. No obstante, el Parlamento Europeo rechazó el texto conjunto aprobado por el Comité de Conciliación.

El 4 de julio de 2001 el Parlamento siguió la recomendación del ponente que se opuso a la conciliación porque la prohibición de medidas defensivas podría no estar justificada, ya que no se estaba ante un modelo de competencia perfecta ni en el campo internacional ni en el europeo.¹⁶⁹ Este argumento podría en realidad parecer retórico, ya que el mayor objetivo de la propuesta había sido acercarse a un modelo de competencia perfecta para OPAs. Lo que parecía expresar el aparente fracaso descrito arriba es que se declaró que existía una verdadera "tensión entre la integración del mercado y la representación de los *stakeholders*" al interior de los Estados Miembros de la Unión Europea.¹⁶⁸ Puede también inferirse que no había una visión simplificada acerca del tipo de regulación que se quería. Adicionalmente, los principales obstáculos se relacionaron con la protección de trabajadores y la defensa de los administradores. Ambos asuntos son de importancia significativa para cualquier respuesta regulatoria de OPAs y la falta de acuerdo en estos puntos expresaba la dificultad de escoger un modelo legal entre las orientaciones adoptadas por el Reino Unido y los Estados Unidos. Igualmente, se sostuvo que la repetitiva falla de la propuesta pudo haberse relacionado a la falta, hasta ese momento, de un debate real sobre la evaluación del impacto de las OPAs en los países europeos. En efecto, no todos los países europeos creían en los efectos positivos de las OPAs.

De esta manera, a raíz del rechazo de la propuesta, la Comisión pidió al Grupo de Expertos de Alto Nivel en Derecho Societario presidido por Jaap Winter, que presentara propuestas para responder a los problemas ya planteados por el Parlamento Europeo, cuyo informe se publicó en enero de 2002.¹⁶⁷ La propuesta de 25 de febrero de 2003 presentada por la Comisión¹⁶⁸ tomó como base lo dispuesto en las recomendaciones formuladas por este Grupo, dando lugar a la reciente Directiva.

En dicha Directiva, que debe ser transpuesta a los Estados Miembros antes del 20 de mayo de 2006, se plantea entre los principios generales el respeto por el trato equitativo de todos los accionistas de la sociedad objeto, así como brindar información suficiente para adoptar decisiones. Establece un mecanismo de oferta obligatoria. Asimismo, respecto a los temas arriba discutidos, la Directiva prevé la obligación de informar en detalle a los trabajadores o a los representantes de la sociedad objeto de la OPA e incluso a los de la sociedad oferente; y, sobre las obligaciones del órgano de administración de la sociedad objeto, aunque la Directiva prevea un dispositivo al

¹⁶⁷ Com (2001) 77 final.

¹⁶⁸ Véase PE A5-0237/2001.

¹⁶⁹ PE R5-0378/2001.

¹⁶⁸ Traducción libre. DEAKIN, Simon, Op. Cit., pp. 213-217.

¹⁶⁷ Véase <http://europa.eu.int/comm/plus/reg/es1vb/026012a.htm>.

¹⁶⁸ COM (2002) 514 final - COD 2002/0240. OJ C 045 E, 25 de febrero de 2003, pp. 1-17.

respecto, deja a los Estados Miembros la opción de aplicarlo o no. Por tanto, el dispositivo en la Directiva que impone a la administración de una sociedad objeto alcanzar un acuerdo previo entre sus accionistas antes de adoptar medidas defensivas, resulta facultativo para los Estados Miembros.

V. CONCLUSIÓN

Consideramos que la regulación del Reino Unido sobre OPAs ha venido produciendo un adecuado sistema para proteger e informar a los accionistas a través del *disclosure* y especialmente a través de la oferta obligatoria. Un comentarista alabó al sistema británico de regulación de las OPAs, porque podría salvar los posibles defectos del proceso de OPAs y brindar a los accionistas el derecho a decidir sobre el resultado de la OPA eludiendo el atrincheramiento de la administración.¹⁶⁹ No obstante, al no enfocarse las OPAs en sociedades administradas deficientemente, se sostuvo que dejar todo el poder de decisión a los accionistas puede no brindar eficiencia asignativa. En efecto, los accionistas "principalmente inversionistas institucionales" están sobre todo preocupados por las ganancias que puedan cosechar en una OPA, pues son evaluados por su rentabilidad en el corto plazo. Sobre esta base, los administradores con buen rendimiento pueden ser sancionados por OPAs que operen de manera indiscriminada. En tanto los proyectos de largo plazo están, de esta forma, trastocados, la sociedad en su conjunto puede también sufrir las consecuencias en términos de creación de riqueza. Pero la alternativa de brindar a los administradores total libertad puede igualmente ser peligrosa, debido a que, como se ha mencionado, ellos tenderían a atrincherarse en sus cargos. Incluso los directores no-ejecutivos, de acuerdo a estudios recientes, no contribuyen demasiado a la disciplina de los directores cuando los últimos son de calidad deficiente.¹⁷⁰ De otro lado, se sostiene que una introducción efectiva de *stakeholders* en el proceso de OPA resulta fuera de lugar, en tanto el sistema de gobierno en el Derecho Societario en general no ha tomado esa orientación. Este último punto podría explicar por qué la Unión Europea, quince años después de la primera propuesta del Consejo recién llegó a un acuerdo sobre la Directiva relativa a las OPAs. La premisa de que las OPAs resultan absolutamente eficientes aún ahora parece lejos de corroborarse en todos los Estados Miembros de la Unión Europea. Esto apunta a que las OPAs no constituyen requisito indispensable para un rendimiento económico satisfactorio.

¹⁶⁹ BEBCHUK, Lucian A. y FERRELL, Allen, *Op. Cit.*, p. 89.

¹⁷⁰ FRANKS, Julian, MAYER, Colin y RENNEBOOG, Luc, *Op. Cit.*, pp. 1-2.