

JÜRGEN SPIHLMANN FREIBERG

Bachiller en Derecho por la Universidad de Lima.



SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Efecto neto de las estrategias del Poison Pill.
- III. Tipos Comunes de Poison Pill.
- IV. Otras herramientas de defensa.
- V. Limitaciones, régimen jurídico y legislación comparada.
- VI. Notas Finales.

I. INTRODUCCIÓN

Durante la segunda mitad de la década de 1950 y comienzos de los 60's, numerosas compañías comenzaron a adquirir empresas menores con la finalidad de diversificar sus operaciones. Dicha diversificación tenía como objetivo servir de respaldo mediante la compensación de las pérdidas de industrias en declive con las utilidades de industrias exitosas no relacionadas. Sin embargo, este fenómeno llegó a causar preocupaciones cuando se descubrió el potencial de los conglomerados de concentrar el poder económico en las manos de unas pocas corporaciones. El resultado de ello fue la aprobación del "Williams Act" en 1968, el cual, de manera estricta y tajante, obligaba a la sociedad adquirente a revelar todos los términos de su intento de adquisición, así como a abrir una ventana de tiempo para permitir la presentación de ofertas competidoras por parte de terceros interesados. Para finales de los 70's, el ritmo de fusiones y adquisiciones llegó prácticamente a una parada completa. En este nuevo contexto, la Corte Suprema de los EEUU aprobó una resolución histórica en el caso *Edgar vs. MITE Corp.* en 1982, la cual invalidó la base de las "anti-takeover laws" en 37 estados. Habiéndose perdido el escudo legal que resguardaba a los negocios frente a tomas de control hostiles, Martin Lipton, prestigioso abogado de la firma neoyorquina *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*, y experto en el campo de las fusiones y adquisiciones, ideó un plan de respuesta conocido con el nombre de "Poison Pill", el cual sería luego descrito por Ronald Gibson como "la innovación más importante en el Derecho Corporativo desde que Samuel Dodd inventó el "Trust" para John D. Rockefeller y Standard Oil en 1879. Dicho plan debe su nombre al método mediante el cual, a lo largo de la historia, espías y prisioneros en general preferían ingerir una píldora venenosa antes de ser sometidos a la voluntad de su enemigo.

También denominado Plan de Derechos de Compra de Acciones, "*Shareholders Rights Plan*" o "*Share Purchase Rights Plan*", la estrategia del Poison Pill tiene como objetivo principal el hacer de determinada "target company" un objetivo inaceptable para el potencial adquirente. En

otras palabras, el objeto será evitar la ocurrencia de tácticas de tomas de control hostiles, así como motivar a los potenciales adquirentes a ir por el camino de la negociación con el órgano administrativo de la sociedad objetivo y no con los propios accionistas.

Cuando hablamos de un "Hostil Takeover" o toma de control hostil, nos estamos refiriendo a una adquisición que va contra los deseos de la administración de determinada compañía, contrario a lo que sucede con una adquisición amistosa ("*Friendly Takeover*"). La intención del adquirente, en este caso, será la de reorganizar el órgano administrativo de la adquirida a su propia conveniencia.

Una adquisición hostil le permite al adquirente tomar control del órgano administrativo de la compañía objetivo, cuando el propio órgano no está dispuesto a permitir que se lleve a cabo una fusión o adquisición. En otras palabras, una adquisición es considerada hostil cuando el Directorio de la compañía objetivo rechaza la oferta del potencial adquirente y este, no obstante a ello, decide continuar con sus intenciones. Lo mismo sucede cuando el potencial adquirente da lugar a la oferta de adquisición sin antes informar de la misma al órgano administrativo.

La consecuencia de que una oferta sea considerada hostil afectará más el campo práctico que el legal. En el caso de una oferta amistosa, la cooperación del órgano administrativo permitirá al oferente llevar a cabo un *due diligence* que permitan conocer al detalle el estado real de la compañía objetivo. Por el contrario, en el caso de ofertas hostiles, el oferente solo tendrá conocimiento de aquella información disponible para el público en general, pudiendo existir mayores riesgos si se lleva a cabo la adquisición.

Siendo esto así, será mucho más difícil y costoso obtener el financiamiento necesario para llevar a cabo el proyecto. No obstante ello, una de las razones por las cuales las adquisiciones hostiles han ido en aumento durante los últimos años, es precisamente el hecho de que los potenciales adquirentes tienen pleno conocimiento de que pueden presentar su oferta directamente a los

accionistas de la compañía objetivo y, a su vez, intentar llevar a cabo una reestructuración del órgano administrativo con la finalidad de desmantelar cualquier estrategia de defensa que pueda existir.

Habiendo señalado ya en la parte introductoria del presente artículo el origen terminológico del "Poison Pill", sería iluso pensar que su aplicación y ejecución se limita únicamente a frenar las intenciones del potencial adquirente, cuando en realidad la propia compañía objetivo, y por tanto sus accionistas, resulta también afectada. Ello podría explicar el porqué entre 1997 y el 2001 se ha reportado que por cada compañía con un Plan de Derechos de Compra de Acciones que ha conseguido resistir eficazmente un proceso de adquisición hostil, hubo 20 compañías que aceptaron las ofertas propuestas¹. La corriente a partir del año 2000 ha sido que los accionistas voten en contra de la adopción y ejecución del *Poison Pill*, dado que este está diseñado para resistir adquisiciones, mientras que, al menos desde el punto de vista de los accionistas, las adquisiciones pueden resultar financieramente muy beneficiosas. Asimismo, hay quienes consideran que los *Pills* pueden resultar perjudiciales para los intereses de los accionistas puesto que otorgan demasiado poder a la administración. Este fue el caso de la oferta no solicitada² presentada por *Microsoft* a *Yahoo!*, la cual fue posteriormente retirada luego de que el CEO de la última, Jerry Yang, amenazó con hacer la adquisición lo más complicado posible, a menos que *Microsoft* elevara la oferta a US\$ 37 por acción. Un ejecutivo de *Microsoft* incluso llegó a comentar que "llegarán al punto de quemar los

muebles si intentamos una adquisición hostil". En este caso en concreto, *Yahoo!* tenía preparado un Plan de Derechos de Compra de Acciones desde el año 2001³. Según opinan los analistas, la oferta US\$ 33 por acción presentada por *Microsoft* resultaba por sí sola demasiado costosa. Sabiendo esto, el monto requerido por Yang tenía la única intención de desbaratar la intención de adquisición de *Microsoft*. Una vez que la oferta fue retirada, el precio de las acciones de *Yahoo!* sufrió una grave caída. Al darse cuenta de que sus intereses financieros se habían visto severamente afectados, los accionistas de *Yahoo!* respondieron con la presentación de innumerables demandas contra su propia administración, lo cual llevó a la inminente renuncia de Jerry Yang⁴. Esto nos sirve como evidencia para afirmar que, si bien pueden servir como defensa útil contra una adquisición hostil, son armas de doble filo cuya decisión de ejecución dependerá de cada situación.

II. EFECTO NETO DE LAS ESTRATEGIAS DEL POISON PILL

Hay que recalcar el hecho de que el Plan ha sido diseñado para no intervenir con las operaciones del día a día de la sociedad que lo hubiera adoptado. En ese sentido, no crea ningún efecto sobre el balance o sobre el estado de ganancias y pérdidas, de la misma manera como no lo hace sobre el carácter tributario para los accionistas.

El efecto neto de una estrategia de *Poison Pill* es hacer de una toma de control hostil algo prohibitivamente costoso para el potencial adquirente. La suposición subyacente es que

1 "Poison Pill Popping", *CFD Magazine*, Octubre 200, www.cfo.com

2 "Unsolicited Bid" o "Unsolicited Offer" se denomina cuando una compañía, sin intenciones de vender, recibe una oferta.

3 "Yahoo Weighs up Options", *Financial Times*.

4 "Microsoft Withdraws Proposal to Acquire Yahoo!"

<http://www.microsoft.com/presspass/press/2008/may08/05-03letter.mspx>

5 "Microsoft's Failed Yahoo Bid Risks Online Growth", *New York Times*

http://www.nytimes.com/2008/05/05/technology/05soft.html?_r=4&hp&oref=slogin&oref=slogin&oref=slogin&oref=slogin

la administración actuará siempre en el mejor interés de los accionistas, una opinión que es explícitamente rechazada por algunos teóricos. Estos teóricos argumentan que la práctica de permitirle a la administración adoptar estrategias de *Poison Pill* reduce considerablemente el número de potenciales ofertantes y, por tanto, adquisiciones. Al hacerlo, lo que la administración realmente busca es protegerse a sí misma a expensas de los accionistas. De este modo, se argumenta que los *Poison Pills* tienen el efecto de perpetuar la ineficiencia y la mala gestión, hecho que finalmente se refleja en la caída del valor de las acciones. Como es de suponerse, los administradores argumentan que las estrategias de *Poison Pill* tienen un efecto completamente opuesto al señalado previamente. Al respecto, aseguran que estos ayudan a preservar su facultad de toma de decisiones independiente y así dirigir las compañías en el mejor interés de los accionistas. Asimismo, las estrategias de *Poison Pill* fortalecen la capacidad de negociación de la administración con el objeto de que se obtenga el mayor valor por las acciones adquiridas. Si bien existen argumentos sólidos por parte de ambos bandos, una eficiente asignación de recursos a través de actividades de fusión y adquisición solo puede aumentar la riqueza de los accionistas, sin importar lo hostiles que puedan ser las ofertas de adquisición.

III. TIPOS COMUNES DE POISON PILL

- **Flip-Over:** La mayoría de estrategias de *Poison Pill* implican alguna forma de discriminación en contra de la sociedad absorbente. Sin duda, una de las más utilizadas es la que se conoce comúnmente como "Flip-Over" o Plan de Derechos de los Accionistas. Este mecanismo conferirá a los accionistas una protección frente a aquellas acciones denominadas "squeeze-out" o "freeze-out" (transacciones u operaciones societarias promovidas por el accionista mayoritario con la intención de excluir de la sociedad a los socios minoritarios). Bajo esta estrategia, los titulares de acciones ordinarias de una empresa reciben derechos de opción de compra en proporción al porcentaje accionario que posean. Esta opción tendrá una vigencia temporal y no traerá consigo el derecho a voto. Asimismo, estos derechos no tendrán valor alguno previo al momento de la oferta puesto que su costo de ejercicio será muy superior al valor de mercado de las acciones comunes. Cuando una oferta de adquisición hostil es presentada, todos los accionistas, salvo el adquirente, podrán ejercer su derecho de compra de acciones con un descuento de hasta 50% del valor de mercado. Ello producirá una dilución significativa de la tenencia de acciones de la adquirente, por lo cual el costo a pagar por la toma de control podría elevarse muy por encima de lo que se esté en capacidad de pagar. Si la oferta es abandonada, la compañía podrá redimir los derechos pagando un valor preestablecido que en los EEUU suele bordear los 5 centavos por acción.
- **Flip-In:** El "Flip-In" viene a ser una variación del "Flip-Over". El Plan permite que el titular de los derechos compre acciones de la empresa objetivo con un descuento considerable, ante la simple acumulación de un determinado porcentaje de acciones por parte de un potencial adquirente. Tiene el objeto de evitar progresivas acumulaciones de acciones de la sociedad, dándoles a todos los accionistas, una vez activado y con excepción de aquel que originó la activación del mecanismo (siendo sus derechos anulados automáticamente), el derecho de comprar acciones de la sociedad objetivo a un precio inferior al del mercado. Como resultado de ello, el accionista que activó el mecanismo terminará siendo diluido, encareciendo el monto total que deberá desembolsar para alcanzar el control y evitándose así una posible toma de control hostil. Este mecanismo está estructurado para ser activado cuando se alcancen tope máximo de entre 10% y 20% de acciones de la sociedad. El objetivo de este Plan será el de forzar al adquirente a negociar con el órgano administrativo de la compañía

objetivo y no directamente con sus accionistas. El resultado de ello será:

- Le dará a la administración el tiempo suficiente para encontrar ofertas competitivas que permitan maximizar sus ganancias.
- Diversos estudios señalan que compañías con Planes de Derecho de Compra de Acciones reciben primas de adquisición más altas que aquellas compañías que carecen de ellos. Esto trae como resultado un incremento en el valor de las acciones, fundamentándose en el mayor poder de negociación de la compañía objetivo.
- **Back-End:** Un "Back-End Plan" se da cuando a los accionistas de una compañía objetivo se les otorga el derecho de intercambiar sus acciones (incluidos los derechos de voto) por "senior securities" o dinero en efectivo a un valor preestablecido, siendo este considerablemente más alto que el valor de mercado. Considerando que el adquirente hostil será el único accionista incapaz de ejercitar este derecho, el resultado de ello será que el incremento del valor de las acciones terminen por desalentarlo.
- **Voting Poison Pill:** Esta estrategia está diseñada para diluir el poder de control del adquirente. Bajo este Plan, la compañía objetivo emite un dividendo en la forma de "securities"⁶ que confieren privilegios especiales de voto a sus accionistas. Por ejemplo, la compañía objetivo podrá emitir acciones que otorguen a sus tenedores privilegios extraordinarios de voto que únicamente se podrán ejercitar en caso se presente una oferta de adquisición hostil. Dichos privilegios, lógicamente, no podrán ser ejercitados por quien presentó la oferta.
- **Put Rights:** La compañía objetivo otorga una serie de derechos a sus accionistas en la forma de dividendos. Cuando un adquirente hostil adquiere un porcentaje determinado de acciones de la compañía objetivo, los accionistas de ésta, con exclusión de la adquirente, tendrán el derecho de vender sus acciones comunes a la compañía por una suma determinada de dinero en efectivo, títulos de deuda, acciones preferentes, o alguna combinación de estos tres. Esta estrategia es rara vez utilizada en los EEUU.
- **Poison Debt:** La compañía objetivo emite títulos de deuda estipulando ciertos términos y condiciones, de manera tal que se desalienta una oferta de adquisición hostil. Los ejemplos incluyen cláusulas que limiten drásticamente la capacidad de la compañía para vender activos, aumentos en las tasas de interés, aproximaciones de la fecha de vencimiento, conversiones de deuda en capital a tasas favorables y el derecho a comprar acciones con una prima muy superior al valor de mercado existente al momento de la oferta.
- **Dead Hand:** Las provisiones de "Dead Hand", también denominadas Directorio Continuo, establecen que los efectos del *Poison Pill* únicamente puedan ser redimidos por los miembros del Directorio que se encontraban electos previo a su adopción o que fueron elegidos posteriormente por recomendación de los salientes. Esta forma de *Poison Pill* no deja de ser controvertida e incluso llega a ser considerada ilegal. Al respecto, en el caso *Carnody vs. Toll Brothers Inc.* se llegó a señalar que el "Dead Hand" actuaba en directa violación a las disposiciones del *Delaware General Corporation Law*, siendo que interfería con el poder estatutario de los Directores para actuar en

6 Fundamentals of Corporate Finance (6th ed.), Edición McGraw-Hill Ryerson, §23: Mergers and Acquisitions

7 "Security" como instrumento fungible y negociable que representa un valor financiero (título valor).

el mejor interés de la compañía, así como con el poder de votación de los propios accionistas. La parte demandante llegó a asegurar que se trataba de un afianzamiento oculto y de una táctica de defensa claramente desproporcionada. Se llegó a citar el dictamen de la Corte Suprema de Nueva York de 1988, sobre el caso *Bank of New York*, el cual invalidaba las provisiones de Directorio Continuada bajo el fundamento de que estas representaban una restricción innecesaria al manejo administrativo de la compañía.

IV. OTRAS HERRAMIENTAS DE DEFENSA

El término *Poison Pill* se usa muchas veces de manera amplia para describir cualquier forma mediante la cual una compañía objetivo puede tomar acciones frente a una toma de control (también denominadas "Repelente de Tiburones" o "*Shark Repellents*"). Sin embargo, como veremos más adelante, esto no es correcto. Además de los tipos de *Poison Pill* que ya hemos detallado, otras formas de protección contra tomas de control incluyen:

- Limitaciones a la capacidad de convocar reuniones extraordinarias o tomar acción mediante consentimiento escrito.
- Quórum especiales para la aprobación de fusiones.
- Quórum especiales para la remoción de Directores.
- Disposiciones estatutarias mediante las

cuales se le otorga a los accionistas el derecho de vender sus acciones a un precio elevado (usualmente 100% por encima del valor promedio de las acciones) en caso el porcentaje accionario del potencial adquirente alcance un límite crítico (generalmente la tercera parte del total). De esta forma, no se busca detener a un determinado adquirente, sino garantizar un alto valor para la compañía.

- Endeudamiento por parte de la compañía objetivo con la intención de hacerla menos atractiva.
- Llevar a cabo la compra de empresas de menor tamaño mediante el "Stock Swap"⁸ esto con la finalidad de diluir el valor de las acciones de la compañía objetivo.
- Otorgamiento de *Stock Options*⁹ a los empleados de la compañía objetivo, los cuales inmediatamente entran en efecto si esta sufre una toma de control.
- Directorios escalonados, también denominados *Classified Boards*.¹⁰
- En Junio de 2003, *Peoplesoft* garantizó a sus clientes que si se producía una toma de control en los próximos dos años, presumiblemente por parte de su rival *Oracle Corporation*, y el soporte de productos fuera reducido en los siguientes cuatro años, estos últimos recibirían un reembolso de entre dos y cinco veces el valor pagado por las licencias de software

8 Un *Stock Swap*, traducido al castellano como Intercambio o Canje de Acciones, es una toma de control o adquisición de negocios en la que la compañía adquirente utiliza sus propias acciones para pagar por las de la empresa adquirida. Cada accionista de la adquirida recibe un número determinado de acciones de la adquirente en base a una valorización previa.

9 El *Stock Option* es un instrumento financiero derivado que establece un acuerdo entre dos partes sobre la compra o venta de un activo a un precio de referencia durante un periodo de tiempo especificado. Durante este lapso de tiempo, el comprador tiene el derecho, pero no la obligación, de llevar a cabo alguna operación específica con respecto al activo, mientras que el vendedor incurre en la obligación de realizar la transacción si así lo solicita el comprador. El precio se determinará en base al valor de un activo subyacente (normalmente una acción, un bono, moneda de un país, etc.) más una prima calculada de acuerdo al tiempo restante hasta el vencimiento de la opción.

10 Al 31 de Diciembre de 2008, 47,05% de las compañías listadas en el S&P Super 1500 tenía un Directorio Escalonado.

Peoplesoft. En ese caso, el costo hipotético para Oracle Corporation habría alcanzado la cifra de US\$ 1.5 mil millones. Luego de negociaciones, Peoplesoft permitió que la garantía expirara en el 2004, esto a una vez que Oracle Corporation elevó la oferta inicial de US\$ 16 por acción otorgándole una ganancia adicional de US\$ 4.1 mil millones a los accionistas de Peoplesoft, cosa que no hubiera podido ser posible de no ser por las acciones preventivas adoptadas por Peoplesoft.

V. LIMITACIONES, RÉGIMEN JURÍDICO Y LEGISLACIÓN COMPARADA

A medida de que el *Poison Pill* se fue desarrollando durante la primera mitad de la década de los 80's, la legalidad de su uso dentro de los Estados Unidos fue puesta en duda. Este estado de incertidumbre se mantuvo hasta 1985, cuando la Corte Suprema de Delaware, en el caso *Moran vs. Household International Inc.*, dictaminó que el *Poison Pill* era un instrumento válido, incorporándolo al Derecho Corporativo. Con el transcurso de los años, la eficacia de este Plan de Derechos lo ha convertido en una característica usual entre sociedades estadounidenses, lo cual queda demostrado tomando en cuenta que más de 1,800 sociedades han adoptado este Plan, incluyendo aproximadamente la mitad de las sociedades que aparecen en el listado de 1000 primeras de "Business Week" y de "Fortune 500", además del 60% de las sociedades que conforman el índice "S&P 500". Adicionalmente, al declarar la adopción de este tipo de planes como una respuesta válida y proporcional a una pretendida toma de control, la corte Suprema

de Delaware declaró, en el caso *Unitrin*, que el *Poison Pill* es un mecanismo eficiente de defensa que ha originado una remarcable transformación en el mercado por control societario.¹¹

El grado de análisis judicial en el contexto de las fusiones y adquisiciones a menudo refleja la interpretación del tribunal sobre la función apropiada de la administración corporativa. Por un lado, si la exclusiva responsabilidad de los Directores, en calidad de supervisores y agentes de los accionistas, es la de maximizar el valor de la compañía a corto plazo, los tribunales no deberían de permitirles interferir con las ofertas de adquisición¹². En ese sentido, deberían ser los propios accionistas quienes decidan el precio por el cual están dispuestos a vender sus inversiones. Por otro lado, si la responsabilidad del Director abarca un contexto más amplio de desarrollo económico, el juicio de los tribunales debería enfocarse sobre variables como la planificación empresarial a largo plazo y las políticas de crecimiento y evolución. Siendo esto así, cuando el Directorio, con buena fe, determina que una toma de control no está en el mejor interés de la compañía a largo plazo, los tribunales deberán reconocer el deber de los administradores de oponerse a ella¹³.

Al evitar adquisiciones hostiles, los Directores niegan a los accionistas las primas de adquisición que el adquirente hubiera estado dispuesto a pagar por sus acciones, causándoles así un perjuicio patrimonial como dinero dejado de percibir. Como resultado de ello, no es poco común que accionistas descontentos recurran a los tribunales para que se determine el correcto o incorrecto actuar de los Directores. En aquellos

11 Parte del memorando preparado por la firma de abogados neoyorquina Wachtel, Lipton, Rosen & Katz para ser distribuido entre aquellos directorios que se encuentran considerando la adopción del denominado "Poison Pill". Documentos proporcionado por John C. Coates IV, profesor a cargo del curso titulado "Mergers & Acquisitions" en la Escuela de Derecho de la Universidad de Harvard.

12 Easterbrook & Fischel, *Proper Bid ("Tender Offers")* son ofertas públicas de compra de acciones dirigidas directamente a los accionistas a fin de que estos vendan sus acciones a un precio establecido. Ver: *Rexlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, pp. 353, 354.

13 *Panter vs. Marshall Field & Co.* ("Prohibiendo actuado de buena fe, de acuerdo a fines comerciales racionales atribuibles a su decisión, los Directores tienen no sólo el Derecho, sino la obligación de hacer uso de todos los medios legales que tengan a su disposición para resistir un intento de toma de control hostil que, de ser exitosa, podría resultar perjudicial para la compañía.") (Citando *Hell v. Bond* (1977)).

casos en los que la administración ha implementado tácticas defensivas contra adquisiciones hostiles, siempre existirá el peligro de que ésta haya actuado en base a intereses personales, buscando atrincherarse en una posición de control de la compañía. Por ello, el elemento de buena o mala fe será el factor determinante para identificar a una estrategia de defensa como legítima o ilegítima.¹⁴

Los Tribunales parecen no llegar a un acuerdo sobre si los Directores que están en peligro de perder sus posiciones ante una inminente adquisición hostil presentan necesariamente un conflicto de intereses personales y corporativos al extremo de que sea exigible un análisis exhaustivo de sus acciones. La "Business Judgment Rule" en estos casos generalmente se referirá a que cuando los Directores emplean una táctica defensiva que consideran necesaria para resguardar a la compañía de una amenaza a la política y eficacia corporativa, la mayoría de tribunales presumirá que la decisión fue tomada de buena fe, esto luego de una investigación razonable, y en el mejor interés de la compañía¹⁵.

Ahora bien, cuando un Directorio adopta una táctica defensiva de manera prospectiva, como defensa general contra posibles intentos futuros de adquisiciones hostiles, y dicha táctica fuerza a los adquirentes a negociar con los administradores antes de extender una oferta a los accionistas, se hace especialmente difícil para un tribunal determinar si el Directorio ha actuado en el mejor interés de la compañía. Si no existe una oferta hostil inmediata, no existe una amenaza identificable que permita a los tribunales determinar el fundamento de la acción tomada por el Directorio. En base a ello, será fundamental que los tribunales examinen de manera cuidadosa

el propósito y el efecto de la adopción de una medida defensiva prospectiva con el objeto de garantizar que los Directores no estén actuando motivados por intereses personales.

Siguiendo esta línea de ideas, cuando la administración de una compañía adopta un *Poison Pill* como medida defensiva para disuadir posibles adquisiciones hostiles, tal y como lo hizo, el Directorio de *Household* en el caso *Moran vs. Household International Inc.*, la cuestión sobre si se actuó dentro del parámetro estatutario de autoridad y para perseguir un fin adecuado para la compañía, pasa a ser particularmente crítica. En este caso en particular, al comprobar que el Directorio no había actuado de manera impropia, el tribunal invocó las presunciones de buena fe, investigación razonable y actuación en los mejores intereses de la compañía, los cuales establece la "Business Judgment Rule".

No obstante lo ya mencionado, muchas jurisdicciones fuera de los Estados Unidos no reconocen la legalidad de los *Poison Pills* o, en su defecto, aceptan su aplicación con ciertas restricciones.

Por ejemplo, en el caso de Canadá, los *Poison Pills* se han visto debilitados ante la posibilidad del adquirente hostil de apelar a los reguladores provinciales de *securities*¹⁶ a fin de que se declare su ineficacia. Por lo general los tribunales anularán los efectos de los *Poison Pills* con la intención de permitir a los accionistas de la compañía objetivo decidir si acceden o no a las condiciones presentadas por la compañía adquirente. Sin embargo, se le podrá también permitir a la compañía objetivo mantener los efectos del *Poison Pill* por un tiempo suficiente para ver si se presenta un "White Knite"¹⁷. Un

14. Ver caso *Royal Industries vs. Monogram Industries*.

15. Ver caso *Worshaw vs. Cathou* (Del. 1966).

16. La Canadian Securities Regulation es manejada mediante Leyes especiales y organismos establecidos para los 13 gobiernos provinciales y territoriales de Canadá. Cada provincia y territorio tiene su propia comisión o entidad equivalente.

17. "Caballero Blanco" o "Inversor amigo", es el término que se le da a aquella compañía o persona que actúa con la intención de ayudar a otra empresa. Se refiere al adquirente "amigo" de una compañía objetivo ante un intento de adquisición hostil por parte de otra empresa.

caso notable en Canadá durante el 2006 implicó un *Poison Pill* de *Falconbridge Ltd.*, empresa que en ese momento era objeto de una oferta amistosa¹⁸ por parte de *Inco* y, asimismo, de una oferta hostil por parte de *Xstrata Ptc*, la cual era accionista del 20% de la compañía objetivo. *Xstrata* solicitó que el *Poison Pill* de *Falconbridge* fuera declarado ineficaz, señalando, entre otras cosas, que el órgano administrativo de *Falconbridge* había procedido a ejecutar el *Poison Pill* sin contar con la aprobación de los accionistas durante más de nueve meses y que ello había imposibilitado que los accionistas de la compañía objetivo aceptaran la oferta de *Xstrata* a su propio provecho. Al respecto, la *Ontario Securities Commission*¹⁹ dictaminó que el *Poison Pill* de *Falconbridge* podría mantener sus efectos por un período limitado de tiempo, ya que éste tenía el objeto de prevenir que *Xstrata* incrementara su porcentaje de acciones de tal manera que se llevara a cabo un potencial bloqueo de ofertas.

Por otro lado, en lo que respecta al Reino Unido, los *Poison Pills* no son permitidos bajo las reglas del *Takeover Panel*²⁰. Los derechos de los accionistas de empresas listadas son protegidos por el Panel de acuerdo a cada caso en particular, en lo que podría ser descrito como un régimen regulatorio basado en principios. Una de las desventajas de la prohibición por parte del Panel a los *Poison Pills* es que permite que las "guerras de ofertas" sean ganadas por oferentes hostiles que proceden a comprar las acciones de la empresa

objetivo durante "ataques sorpresa" o "raids". Esto se puede ver reflejado en la adquisición de compañías como *BAA Ptc* y *AWG Ptc*, cuando oferentes hostiles aprovecharon que los demás postores estaban considerando aumentar sus ofertas para ganar el control de su objetivo. Si éstas dos compañías hubieran tenido un *Poison Pill* en ejecución, se hubiera podido evitar estos ataques sorpresa amenazando a los oferentes hostiles con diluir su participación si acaso sobrepasaban el límite estatutario de acciones (frecuentemente, el 10% de las acciones en circulación). La propia Bolsa de Valores de Londres es otra compañía que ha visto un "stakebuilding"²¹ significativo por un pretendiente hostil: *NASDAQ*. Aunque aún es demasiado pronto como para poder determinar el destino de la *LSE*, si podemos señalar que el bloque de acciones que actualmente maneja *NASDAQ* es lo suficientemente grande como para virtualmente imposibilitar que un tercero haga una oferta exitosa por encima de esta última.

Finalmente, en lo que respecta a Europa continental, la legislación sobre adquisiciones viene evolucionando lentamente en la medida que los países se van alineando a los requisitos establecidos por la Comisión Europea²². El *stakebuilding* se ha convertido en un elemento común en la mayoría de operaciones de adquisición²³. Por su parte, el uso de *Poison Pills* "formales" es poco común. En su lugar, por ejemplo, los gobiernos nacionales optan por acumular Acciones de Oro²⁴ en diversas empresas estratégicas tales

18. Una oferta amistosa pasa por las manos de los Directores de la compañía objetivo, quienes le darán su visto bueno e incluso podrán proporcionar documentación, estudios y demás elementos que faciliten la adquisición.

19. Organismo regulador encargado de velar por la correcta administración y manejo de *Securities* en la Provincia de Ontario, Canadá.

20. Organismo regulador, situado en Londres, Inglaterra. Creado en 1968, cumple con administrar el *City Code on Takeovers and Mergers*. Su función principal es velar por que todos los accionistas reciban el mismo trato durante los procesos de OPA.

21. *Stakebuilding* es el nombre que se le da a la acumulación de acciones de una empresa listada en bolsa. En la mayoría de jurisdicciones, una vez que se sobrepasa un determinado umbral, el tenedor de las acciones se verá obligado a declarar dicha acumulación.

22. La Comisión Europea es el órgano ejecutivo de la Unión Europea, responsable de proponer legislación, implementar acuerdos y defender los tratados de la Unión.

23. Ver caso *Scania AB*.

24. También denominada "Golden Share", la acción de oro será capaz de superar en votos a todas las acciones comunes cuando se presenten determinadas circunstancias preestablecidas.

como los monopolios de telecomunicaciones y las compañías energéticas. Asimismo, los propios gobiernos llegan a ser utilizados como *Poison Pills*, amenazando a potenciales adquirentes con desarrollos normativos desfavorables en caso decidan proseguir con la adquisición de la compañía objetivo. Al respecto, podemos hacer mención al caso de España con la adopción de nuevas normas relacionadas a la propiedad de empresas energéticas luego de que E.ON de Alemania hiciera una oferta hostil por Endesa. Lo mismo sucedió, en el caso de Francia, cuando esta última amenazó con castigar a cualquier potencial adquirente de Groupe Danone.

VI. NOTAS FINALES

Luego de una disminución en el interés por el *Poison Pill* que empezó a finales de los 90's, este reapareció en el 2008 como una herramienta popular adoptada por compañías listadas que experimentaban una disminución en el valor de mercado de sus acciones como consecuencia de la crisis financiera. Si queremos graficarlo en números, durante los primeros nueve meses del 2008, por lo menos 40 compañías adoptaron un *Poison Pill* por primera vez, en comparación con las 42 compañías que lo hicieron durante todo el 2007²⁵. Asimismo, solo 15 compañías renunciaron a su *Poison Pill* durante los primeros 9 meses del 2008, en comparación con las 45 compañías que lo hicieron durante la totalidad del 2004²⁶.

Este aumento en la adopción de *Poison Pills*, como ya se dijo, ha sido atribuido a la crisis económica como principal responsable de la caída de precios en los mercados de valores. A medida

de que los precios de sus acciones iban cayendo, un número considerable de compañías infravaloradas empezó a temer la posibilidad de que se dé un aumento en el número de adquisiciones no solicitadas.

No obstante ello, el *Poison Pill* ha venido siendo, desde su creación, objeto de críticas por parte de algunos teóricos. Entre ellos, cabría mencionar a los de la escuela de Chicago, quienes abogan por la hipótesis del mercado eficiente y libre para el control corporativo. A pesar de ello, la evidencia y su uso cada vez más común respalda los argumentos relacionados al supuesto daño que estos planes causarían al valor de las acciones. Un estudio realizado en 1986 por la SEC²⁷ sobre los precios mostrados por las acciones un día antes y un día después de la adopción de *Poison Pills*, concluyó que estos eran dañinos para los accionistas de la sociedad objetivo. Sin embargo, más adelante se atribuyó que estos resultados respondían no a la adopción de los *Poison Pills*, sino al hecho de que un porcentaje considerable de las compañías utilizadas en el estudio mostraban la existencia de lo que se denominó "eventos de confusión" (anuncios de utilidades, incrementos de dividendos, revelación de información, etc.). Por el contrario, un estudio llevado a cabo en 1998 por Georgeson & Co. demostró que las sociedades que habían adoptado un Plan de Derechos recibían primas sustancialmente mayores que las recibidas por sociedades carentes de dicho Plan. Ello, partiendo del hecho de que las medidas contra tomas de control, como se ha dicho antes, incrementan la capacidad y fuerza negociadora de las compañías objetivo, así como brindan protección contra tácticas abusivas.²⁸

25 "Rethinking the Role of the Poison Pill", John Laide, www.Sharkrepellent.net, 17/09/08. <https://www.sharkrepellent.net/pub/bs/20080916.html>.

26 "The Return of the Poison Pill", Alan Rappeport, <http://www.cfo.com/article.cfm/12081395?l=rsspage>, 10/09/08.

27 La Securities and Exchange Commission (SEC) es una agencia independiente del gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad de velar por el cumplimiento de las leyes federales sobre valores, así como regular los mercados financieros, las bolsas de valores, de opciones, y demás.

28 Parte del memorando fue preparado por la firma de abogados neoyorquina Wachtel, Lipton, Rosen & Katz para ser

En lo que respecta a inversionistas institucionales, durante la última década, un número considerable de dichas entidades viene presentando propuestas a diversas compañías, requiriendo la rescisión de sus *Poison Pills* a menos que los mismos sean sometidos a la aprobación de la Junta General de Accionistas y aprobada por la mayoría de las acciones.

Para Martin Lipton, las compañías funcionan

como democracias representativas donde el control descansa de manera firme en las manos de los Directores. Los accionistas descontentos tendrán la posibilidad de rechazar la adopción o ejecución del *Poison Pill*, simplemente eliminando a aquellos administradores con los que no concuerden. Para Lipton, eso parece ser suficiente participación de los accionistas, y la mayoría de tribunales, al menos hasta el momento, parecen concordar con él.

¹ distribuido entre aquellos directorios que se encuentran considerando la adopción del denominado "Poison Pill". Documentos proporcionado por John C. Coates IV, profesor a cargo del curso titulado "Mergers & Acquisitions" en la Escuela de Derecho de la Universidad de Harvard.