

## LÍMITES DE LA ACTUACIÓN DE LOS DIRECTORES FRENTE A UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

HERNÁN RACCIATTI (h.) y ALBERTO ANTONIO ROMANO

### *PONENCIA*

- 1) Partiendo de la inexistencia de normas específicas sobre el límite de actuación de los administradores tras la oferta pública de adquisición de acciones, y lo dispuesto por la resol. 262/95 de la C.N.V. que prohíbe la adquisición de acciones propias en la medida que se tenga conocimiento de una oferta pública de adquisición, nos inclinamos a considerar que el directorio debe abstenerse de efectuar medidas que puedan perturbar o frustrar la oferta lanzada.
- 2) El directorio debe formar su propio criterio en relación a la oferta, particularmente sobre la conveniencia de la misma para la sociedad y los propios accionistas, y dicha evaluación deberá ser comunicada a éstos a fin de que ellos, a su vez, cuenten con la mejor información y asesoramiento sobre los pasos a seguir.
- 3) La cuestión sobre si la oferta es beneficiosa o no, recae sobre los accionistas, quienes deben decidir por sí mismos sobre la conveniencia de la aceptación de ésta.
- 4) El directorio debe permanecer neutral en relación a quienes revestirán el carácter de accionistas.

### *FUNDAMENTOS*

De acuerdo al art. 20 de la resol. 227/93 de la C.N.V., quien pretenda adquirir en una sociedad cotizante, y por medio de una oferta pública de adquisición, la cantidad de acciones suficientes para alcanzar el control de la misma, deberá seguir el específico procedimiento allí establecido.

Esta vía que, según se ha mencionado,<sup>1</sup> es optativa para quien procura acceder al control de la sociedad,<sup>2</sup> plantea interrogantes de mucho interés cuyo análisis, aun genérico, excedería ampliamente las pretensiones de la presente ponencia.

Es cierto, por otra parte, que las características propias de nuestro mercado bursátil, donde no se presentan gran cantidad de sociedades con participaciones accionarias relevantes atomizadas o diseminadas<sup>3</sup> —lo cual inhibe, en principio, la posibilidad de acceder al control vía una OPA—, quita relevancia práctica a este procedimiento,<sup>4</sup> mas no debe perderse de vista que se trata de un mecanismo de gran validez para garantizar la paridad de trato entre los accionistas —repartiendo adecuadamente la llamada “prima de control”— y una información lo más amplia y detallada posible,<sup>5</sup> que imponía que no pueda ser obviado dentro del complejo normativo de un mercado de valores que procura su desarrollo.

Nuestra intención se limita a plantear el interrogante sobre los derechos y obligaciones de los directores ante la presentación de una oferta pública de adquisición.

<sup>1</sup> GAGLIARDO, Mariano: *Toma de control societario y medidas defensivas*, p. 57 y nota 44 al pie de dicha página, Ad-Hoc, Bs. Aires, 1993.

<sup>2</sup> Según lo explica Gagliardo —ob. cit., p. 58 y cita al pie de página— “...el mismo no es de aplicación ... a las llamadas compras por goteo, o, en la terminología francesa, *ramassage*, ...o al caso de cesión de control realizada en forma privada...”, lo cual nos autorizaría a concluir, siguiendo el profesor español Zurita y Sáenz Navarrete, que aun cuando estamos frente a una normativa que incide sobre las sociedades, no es una normativa propiamente societaria, sino incluíble dentro de los principios propios del Derecho del Mercado de Valores, debiendo ser ponderada e interpretada conforme a ellos; ZURITA Y SÁENZ NAVARRETE, Jaime: “Oferta pública de adquisición de acciones (OPA) (Análisis del Real Decreto 1197/1991, del 26 de julio)”, en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. II, Capital y acciones, vol. 2, p. 1211.

<sup>3</sup> La mencionada circunstancia ha llevado a que, con lucidez, Suárez Anzorena oportunamente mencionara que “...el capitalismo societario argentino se halla, pues, en su etapa feudal. Por el grado primario de desarrollo que exterioriza el total de nuestra economía privada, y, con ello, nuestra sociedad anónima. Por la relación directa que en ella se advierte entre poder societario y propiedad accionaria...”; SUÁREZ ANZORENA, Carlos: “Paquetes accionarios”, en RDCO, año 23, 1992, p. 435.

<sup>4</sup> Vid. conf. GAGLIARDO, Mariano: ob. cit., pp. 125 y ss.

<sup>5</sup> Conf. VALENZUELA GARACH, Fernando: *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, p. 206, Civitas, Madrid, 1993; en sentido similar, se ha dicho que “...el objeto ... es, ante todo, permitir a los destinatarios de la OPA y a los órganos de la sociedad objeto de la OPA tomar sus decisiones sobre la base de informaciones claras...”; PIETRA, Emilio: “La disciplina de la oferta pública de adquisición (OPA) en Suiza”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n° 53, año XIII, enero/marzo de 1994, p. 96, Madrid.

### 1. *La actuación del directorio y la protección de intereses ajenos*

Existe consenso en que los administradores societarios tienen encomendada, por el marco de las pautas de conducta impuestas, la protección de intereses ajenos.

En efecto, el art. 59 de la L.S.C. le impone un deber de lealtad<sup>6</sup> —el cual actúa como contrapartida de la confianza depositada en ellos por los socios y la administración de bienes ajenos— que obliga a anteponer en todo momento el interés de la sociedad por sobre el propio de los administradores. El antecedente de dicho deber de lealtad está en la buena fe contractual, en la fidelidad prescripta para el mandatario.<sup>7</sup>

En otras palabras, en su marco de actuación la pauta a respetar es la persecución del interés social,<sup>8</sup> gestionando el patrimonio conforme al objeto social, y evitando el uso de los poderes derivados de la posición que ocupa en atención a fines particulares.

La cuestión se complica levemente si se tiene presente la dificultad que, en s<sup>o</sup> mismo, conlleva delimitar el contenido del interés social; no obstante partiendo de la base de que nuestra legislación parece haberse inclinado hacia la concepción contractualista<sup>9</sup> del interés social, tenemos para nosotros que, más allá de que corresponda el análisis del interés en cada sociedad en parti-

<sup>6</sup> En criterio que compartimos, se ha destacado que la lealtad cabe considerarla debida tanto en relación a la sociedad como a los socios; así, BAIGÚN, David, y BERGEL, Salvador D.: *El fraude en la administración societaria*, p. 29, Depalma, Bs. Aires, 1988; igualmente HALPERÍN, Isaac: *Sociedades Anónimas*, p. 450, Depalma, Bs. Aires, 1975.

<sup>7</sup> Conf. OTAEGUI, Julio C.: *Administración societaria*, p. 136, Ábaco, Bs. Aires, 1978; también GAGLIARDO, Mariano: *Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*, p. 566, 2<sup>a</sup> edic., Abeledo-Perrot, Bs. Aires, 1994.

<sup>8</sup> Conf., entre muchos otros, Gagliardo, Mariano: ob. cit., p. 566; BAIGÚN, David, y BERGEL, Salvador D.: ob. cit., pp. 50 y ss.; CABANELLAS, Guillermo: "El interés societario y su aplicación", en RDCO, año 25, 1992, p. 618; NISSEN, Ricardo, y SUÁREZ ANZORENA, Carlos: "Pautas para la debida apreciación judicial del concepto de interés social frente a las circunstancias de cada caso", en *Derecho Societario y de la Empresa*, t. II, p. 303, Córdoba, 1992; MARTORELL, Ernesto E.: *Los directores de sociedades anónimas*, p. 361, Depalma, Bs. Aires, 1990; GARRETA SUCH, José M.: *La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores de las sociedades*, 2<sup>a</sup> edic., p. 79, Marcial Pons, Madrid; BONELLI, Franco: "*La responsabilità degli amministratori di società per azioni*", p. 77, Giuffrè, Milán, 1992.

<sup>9</sup> En tal sentido, HALPERÍN, Isaac: ob. cit., pp. 180 y ss.; AGUINIS, Ana M. de, y KLEIDERMACHER, Arnoldo: "El abuso de poder de la mayoría", en *Conflictos societarios*, p. 163, Ábaco, Bs. Aires, 1983; CABANELLAS, Guillermo: ob. cit., pp. 606 y ss.

cular<sup>10</sup>, los administradores deben tender a la maximización en la consecución del objeto y en la obtención de beneficios, como interés común de los socios existente en la causa del contrato de sociedad.

De cualquier manera, sin perjuicio del problema real que implica delimitar el ámbito de actuación de los administradores y el límite concreto de su esfera de competencia, no existen dudas en cuanto que los directores no pueden tener presente intereses personales en su gestión.<sup>11</sup>

Hacemos mención a ello ya que la posibilidad de conflicto entre el interés propio de los administradores y el de la sociedad y socios, en los cuales las características de la situación hacen muy tenue la apreciación sobre si la actuación ha sido en interés personal, encuentran campo fértil en los supuestos de adquisición de empresas, donde los administradores se encuentran frente al peligro de perder su posición.<sup>12</sup>

En el supuesto de una oferta pública de adquisición, ¿cuál es el contenido del interés a tener en cuenta por la administración? ¿Puede pensarse en un interés de la sociedad a la conservación de la empresa o al éxito de la misma, más allá del interés común de los accionistas?

Obviamente, la respuesta no es sencilla, más aún si se tiene en cuenta que, en principio, usualmente se tratará de sociedades bajo cuyo ropaje incorporan grandes empresas, y en donde el interés del accionista de control puede resultar diferente en relación al del accionista inversor. En este sentido, vale la mención al ordenamiento español en relación al cual se ha destacado que frente a una situación de conflicto potencial que conlleva, en sí misma, una OPA,

<sup>10</sup> Vid. NISSEN, Ricardo, y SUÁREZ ANZORENA, Carlos: ob. cit. en nota 8, loc. cit.; también, refiriendo a la esterilidad de seguir manteniendo la polémica acerca del interés social en un plano abstracto, dada la diversificación que subyace bajo el "tipo" sociedad anónima, vid. ALONSO LEDESMA, Carmen: "Consideraciones sobre el juego de la cláusula de interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente", en *Derecho Mercantil de la CEE*. Estudios en homenaje a José Girón Tena, p. 29, Civitas, Madrid, 1991.

<sup>11</sup> Es muy frecuente que se lleven a cabo actos de los administradores tendientes a conservar una determinada posición de la empresa en el mercado —probablemente, inconveniente para los accionistas—, efectuados teniendo en mira la existencia de un innegable mercado de *managers*, donde aquellos particularmente buenos tienen su valor económico que se refleja en las remuneraciones ofrecidas; vid. sobre el particular, HOPT, Klaus: "Derechos y obligaciones de la dirección en la composición del accionariado", en *Revista de Derecho Mercantil*, n° 209, julio-septiembre, 1993, p. 873; también ver, en relación a la siempre presente ambición de los administradores de "posicionarse" en el mercado, GOSHEN, Zohar: "Shareholder dividend options", en *The Yale Law Journal*, vol. 104, pp. 887/88, 1995.

<sup>12</sup> *Ibidem*, pp. 875/80.

el interés a tener en cuenta no puede ser el social, sino de todos y cada uno de los accionistas, apuntándose que el accionista "tipo" a considerar por la administración debe ser el accionista inversor y no el de control.<sup>13</sup>

## 2. El directorio frente a la oferta pública de adquisición

La oferta pública de adquisición puede ser previamente acordada con el directorio de la sociedad emitente, o bien, independientemente del deber del oferente de comunicar sus intenciones a éste, puede asumir un carácter agresivo u hostil.

Planteado el segundo caso, ¿cuál es el margen de actuación de la dirección de la sociedad cuyas acciones son objeto de dicha oferta?

Gagliardo destaca que, precisamente, la resolución que incorpora el procedimiento nada dice sobre la cuestión, y considera que, además de que regirán sobre el particular los arts. 59 y 274 de la L.S.C., la dirección debe tender a que e la oferta se atienda al principio de paridad de trato entre los accionistas, y a brindar a esto la mayor información posible sobre la misma.<sup>14</sup>

La pregunta que efectuáramos apunta, fundamentalmente, a dilucidar si la actitud del directorio debe ser neutral ante la oferta realizada, o puede adoptar su posición y realizar actos de administración tendientes a perturbar la misma,<sup>15</sup> e, incluso, a resolver si la cuestión se encuentra dentro de la esfera de competencia que le es propia.

Es que la administración de la sociedad *target* podría sentirse inducida a contrarrestar la oferta, sea en interés de los accionistas o, aun, por razones de tipo personal conexas a su temor de ser desplazado por el nuevo grupo controlante.<sup>16</sup>

<sup>13</sup> Conf. ROJO, Ángel: "Las ofertas públicas de adquisición de valores en el Derecho Español", en *Banca, Borsa e Titoli di credito*, año LVII, enero-febrero 194, p. 49.

<sup>14</sup> GAGLIARDO, Mariano: ob. cit. en nota 1, p. 69 y cita al pie de dicha página.

<sup>15</sup> Pensamos en la posibilidad de realizar operaciones sobre los títulos objeto de la oferta, o gravar, arrendar o enajenar activos de importancia, o tomar decisiones relevantemente modificatorias de la política de gestión empresarial, búsqueda de sociedades aliadas que efectúen una segunda oferta mejorando la originaria, etc.; sobre las posibles medidas de defensa, aunque refiriendo especialmente a medidas de tipo previas a la oferta, ver GAGLIARDO, Mariano: ob. cit. en nota 1, pp. 82 y ss.; POSTIGLIONE, Carlos J.: "La mecánica del *takeover* y la toma del control de las sociedades en Argentina", en *LL*, 1992-A, pp. 737 y ss.; SCHLOSSBERG, Gustavo M.: "La adquisición de empresas, una temática de actualidad", en *LL*, 1989-A, pp. 1063 y ss.

<sup>16</sup> Vid. SEMINARA, Sergio: "La fattispecie sanzinatorie nella l. 18 febbraio 1992, n. 149, sulle offerte pubbliche", en *Giurisprudenza Commerciale*, 21.1, enero-febrero 1994, p. 75.

La cuestión, independientemente del análisis a partir de la normativa vigente, implica una valoración de la misma desde una óptica de política legislativa que parte, a su vez, de una concepción económica de lo que constituye el mercado de control de empresas.

De tal manera, por un lado puede sostenerse que la oferta de adquisición —aun hostil— en cuanto instrumento que favorece el recambio del control de la empresa deficientemente aprovechada, hace a la eficiencia del sistema, y por ello no debe ser obstaculizada en modo alguno, debiendo el directorio de la sociedad emitente permanecer pasivo ante la oferta; en el otro extremo, se apoya la realización de técnicas defensivas, que de hecho ratifican la inmutabilidad del control societario, con la sola condición de que la administración tenga en miras, en el supuesto, el interés social, atento a que, en general, la OPA apunta al único objeto —no declarado— a liquidar individualmente los activos de la sociedad tomada.<sup>17</sup>

Como lo hemos referido, la resolución que incorpora el procedimiento de oferta pública de adquisición no hace referencia alguna en relación a la conducta a desarrollar por los administradores, ni tampoco regula medidas de defensa frente a la eventual toma de control; ya hemos mencionado también, que sólo constituye un procedimiento destinado a asegurar el marco de transparencia de la operación y la paridad de trato entre los accionistas.

Partiendo de tal circunstancia, y de lo dispuesto por la resol. 262/95 de la C.N.V. que prohíbe la adquisición de acciones propias en la medida que se tenga conocimiento de una oferta pública de adquisición<sup>18</sup> —y aparece como única referencia normativa de la cuestión—, nos inclinamos a considerar que el directorio debe abstenerse de efectuar medidas que puedan perturbar o frustrar la oferta lanzada.<sup>19</sup>

Entonces, ante la ausencia de normas específicas que regulen la cuestión, el directorio se encuentra frente a lo dispuesto por el art. 59 de la L.S.C. y por ello debe realizar sus actos de gestión ordinarios con diligencia y con

<sup>17</sup> Vid. una explicación más detallada y con referencia a los defensores de cada postura, en CARRIERO, Giuseppe, y GIGLIO, Virginia: "Il problema delle offerte pubbliche di acquisto", en *Rivista delle Società*, año 39/1944, mayo-junio 1994, pp. 482/3.

<sup>18</sup> La adquisición de las acciones propias por parte de la sociedad emisora a fin de evitar la toma de control, es una de las medidas defensivas más eficaces y utilizadas teniendo en cuenta las limitaciones temporales que deben enfrentar los administradores: conf. VÁZQUEZ CUETO, José C.: *Régimen jurídico de la autocartera*, pp. 184 y ss., Marcial Pons, 1995: *vid.* también, ROJO, Ángel: *ob. cit.*, p. 55.

<sup>19</sup> Ésta ha sido la solución dispuesta por las directivas de la CEE, y receptada en la normativa italiana, española y francesa; conf. CARRIERO, Giuseppe, y VIGLIO, Virginia: *ob. cit.*, p. 483; ROJO, Ángel: *ob. cit.*, p. 52; JEANTIN, Michel: "Droit des sociétés", 3<sup>a</sup> edic., p. 414, Montchrestien, París, 1994.

lealtad hacia la sociedad y los accionistas. En dicho marco, su primera obligación implica hacer prevalecer en todo momento el interés de éstos por sobre los propios.

Asimismo, siempre en tal orden de ideas, el estándar mencionado le otorga la facultad, e incluso le impone el deber, de formar un criterio propio en relación a la oferta, sobre la conveniencia de la misma para la sociedad y los propios accionistas; y dicha evaluación deberá ser comunicada a éstos a fin de que ellos, a su vez, cuente con la mejor información y asesoramiento sobre los pasos a seguir.<sup>20</sup>

Pero la cuestión sobre si la oferta es beneficiosa o no, recae sobre los verdaderamente afectados por la misma, que son los accionistas, quienes deben decidir por sí mismos sobre la conveniencia de la aceptación de ésta. En este esquema, se encuentra fuera de la competencia de la administración la decisión de adoptar medidas de defensas tendientes a perturbar la oferta lanzada (21).

Quienes van a conformar el accionariado de la sociedad, escapa a la esfera de actos que son competencia propia del órgano de administración, y tal circunstancia le impone un deber de neutralidad en relación a ello. Quedaría fuera de este deber, y por ello permitido a la administración, la búsqueda de otro oferente que constituya, a través de un nuevo ofrecimiento público de adquisición, una mejor alternativa para los accionistas.

Tanto desde una perspectiva de tipo jurídica cuanto económica, la decisión debe recaer sobre los socios. La ausencia de norma jurídica que autorice al directorio a tomar medidas de defensa, permite la interpretación postulada.

La adecuada delimitación del deber de neutralidad que debe respetar la dirección frente a la oferta realizada, otorga, además, mayor seguridad jurídica en cuanto evita la posibilidad de que las tácticas de defensa instrumentadas, a fin de mantener el control, respondan no a la idea de que el cambio de control puede ser perjudicial para la sociedad, sino a la exclusiva intención de los administradores de retener el poder e impedir que acceda al control un grupo rival, sin perjuicio de los nefastos resultados —desde la óptica económica y de gestión de la empresa— que podrían ser consecuencia de la puesta en práctica de tales defensas.

<sup>20</sup> Conf. en el análisis del derecho alemán, HOPT, Klaus: ob cit., p. 892.

<sup>21</sup> Oportunamente, Odriozola ha hecho referencia a que siendo en nuestro derecho el ámbito de actuación de la dirección menos amplio en relación al que tienen los miembros de la administración en el derecho norteamericano, la utilización de técnicas de defensa tendría que contar con aprobación asamblearia, y el tiempo con que se cuenta aparece como insuficiente a tal efecto; ODRIOZOLA, Carlos: "Situación y toma de control societario", conferencia dictada el 04/7/94 en la Facultad de Ciencias Empresariales de Rosario de la Universidad Austral, según videograbación que nos fuera facilitada por la mencionada casa de estudios.