

TOMA DE CONTROL SOCIETARIO

TOMÁS CAPDEVILA

PONENCIA

- 1) Las tomas de control hostil u amistosa constituyen fenómenos propios de la dinámica del tráfico mercantil que se evidencia en el mundo contemporáneo, a través de la creación de grupos de sociedades que expanden su actividad sin fronteras.
- 2) Es menester proteger a los accionistas externos o minoritarios de toda actuación torpe o contraria a los intereses de la sociedad controlada por parte del raider que ha logrado su objetivo exitosamente. La responsabilidad por tales hechos se extenderá a la controlante.
- 3) Las regulaciones de las ofertas públicas de adquisición de acciones cuidarán los intereses del público inversor. De igual manera, el proceso que instaura, de carácter voluntario, se dirigirá a comprobar las condiciones de solvencia y liquidez del oferente y la posibilidad de cumplimiento de sus postulados. El marco normativo guardará la flexibilidad, cuidando de no agravar los riesgos y complejidades de estos negocios jurídicos.
- 4) Los mecanismos defensivos, previos o posteriores a la O.P.A., de índole estatutaria o creados *ad hoc*, deben guiarse a la tutela de los derechos patrimoniales de los socios e impedir la perpetuación de los directores o miembros de los órganos de administración en sus funciones.

FUNDAMENTOS

1. Introducción

1.1. La dinámica de la actividad empresarial contemporánea se evidencia en ciertas manifestaciones que no reparan en fronteras nacionales, comunitarias¹ o continentales.

¹ Este concepto ha de comprender como caracterizante de los sujetos de derecho internacional público surgidos como consecuencia de las reuniones de Estados nacio-

Las sociedades dotadas de los suficientes recursos de capital como para extender su actuación hacia los vértices más recónditos se encuentran impulsadas por idénticas metas y aspectos exteriorizadores.

1.1.1. En primer lugar, se realiza la figura de la sociedad anónima,² en tanto instrumento jurídico que permite la limitación de la responsabilidad de los accionistas en proporción a sus aportaciones patrimoniales. De allí que estos tipos constituyan el receptáculo lógico y apropiado para las concentraciones de capital.

1.1.2. Las tomas de control societario tienen como marco casi excluyente, en el sentido en el que son objeto de este estudio, a las sociedades que ofertan públicamente, en los mercados de capitales, sus títulos-valores.

Es en estos mercados en los que se derivan, hacia las sociedades de capital, las grandes corrientes de inversión. Las tomas de control hostil se encuentran, a menudo, determinadas por las cotizaciones de las acciones de la sociedad *target*, las que actúan a modo de representación de su real fortaleza patrimonial y financiera.

1.2. La concentración societaria, a partir del agrupamiento de sociedades controladas en torno a una o varias sociedades holdings, posibilita, frecuentemente, las tomas de control, ya sea por la adquisición íntegra del paquete de dominación en un negocio jurídico o por la sucesiva absorción de accionistas externos o minoritarios, que no poseen injerencia en la gestión de los asuntos de la compañía controlada ni concurren a formar su voluntad en las reuniones sociales.

1.3. Por último, las circunstancias de riesgo, en un mercado de capitales relevante, sirven a modo de condicionante de los procedimientos de ofertas públicas de adquisición de acciones, a los que se suman los riesgos ínsitos en toda transferencia accionaria de la complejidad y envergadura de esta clase.

nales en entidades supranacionales con objetos específicos: zonas de libre comercio; uniones aduaneras; mercados comunes; regiones de promoción económica, etc. Aunque pueden asemejarse, asimismo, y a los efectos de este trabajo, con otras comunidades, fundadas en objetivos que exceden lo meramente económico o industrial —p.ej., la British Commonwealth.

² Al tipo social de la sociedad anónima, previsto por el ordenamiento especial nacional, y cuyos rasgos tipificantes esenciales guardan analogía en el derecho continental europeo, se asimilan las figuras de la *corporation* norteamericana y de la *public limited company* británica. Por lo general, tanto en los EE.UU. como en Inglaterra, la transmisibilidad de las acciones es libre y, en las sociedades que realizan oferta pública de sus títulos-valores, no se permite la restricción a su cesibilidad.

El éxito de la oferta de compra del paquete de control requiere un profundo análisis económico de la potencialidad productiva de la sociedad *target*, de su real situación patrimonial, de los recursos financieros de los que disponga —cuestión estrechamente vinculada a su relación activos corrientes y pasivos corrientes y de su flujo de fondos— y de la composición de su capital.³ Por lo general, una mayor dispersión del capital entre diversos accionistas favorece la toma de control, en especial a través de los mecanismos de la *two-tier bid*.

1.4. Suma importancia reviste la exacta determinación del valor de las acciones a abonar con motivo de la oferta pública de compra. En efecto, la subvaluación, o la fijación de una prima de poca cuantía sobre de los títulos ocasionaría la reticencia de sus titulares a la cesión, o la ejecución de las medidas defensivas puestas en práctica por los directores de la sociedad pretendida por el *raider* —término pretoriano y doctrinario dado a los adquirentes hostiles.

La sobrevaluación de las acciones repercutirá de modo negativo en las finanzas y en las perspectivas de evolución del *target* y en el estado de resultados inmediato al perfeccionamiento del *take-over*.

Serán los accionistas de la persona jurídica adquirida los que incorporen a su pecunio los mayores beneficios, sin soportar las contingencias propias de estas negociaciones. La impresión que los mercados de capitales perciban de los costos y derivaciones de las tomas de control le son, por completo, ajenas a quienes aceptan la oferta y transfieren su tenencia accionaria.⁴

2. Desarrollo

2.1. Toma de control. Amistosa u hostil

2.1.1. EL CONTROL SOCIETARIO

Previamente a avanzar sobre la toma de control, es menester delinear, mas no sea de manera breve y elemental, los caracteres del control en las sociedades comerciales.

³ Un detallado análisis de los riesgos que implica la toma de control societario puede verse en SAN MILLÁN, Carlos: "Riesgos y Garantías en Toma de Control Societario", RDCO, 1993-B, pp. 207 y ss.

⁴ La descripción acabada de la incidencia de los aspectos en el suceso de los *take-over*, las results de la consolidación de estados contables y patrimonio y las capacidades puede verse en "Foundations of Corporate Law", Roberta ROMANO, comp., Oxford University Press, Oxford-Nueva York, 1993. En especial, *vid.* "Risk Reduction as a Managerial motive from conglomerate mergers", Yakov Ahmud y Baruch Lev, pp. 241-242; "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Richard ROLL, pp. 242 y ss. y "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", Michael C. JENSEN y Richard S. RUBACK, pp. 244 y ss.

La enumeración de los supuestos del control, en el art. 33 de la ley 19.551, reformada en este aspecto por la ley 22.903, se nutre de las regulaciones semejantes del derecho comparado.

La configuración del control interno o de derecho, mediante la participación suficiente para formar la voluntad social en las deliberaciones conforma el presupuesto de derecho o jurídico para la configuración de una situación de toma del control. Aunque el control podrá ser detentado por los propios accionistas de la ahora controlada o por la sociedad que ha emitido una oferta pública de adquisición —OPA.

El objetivo preciso de éstas se concreta mediante el acceso a los órganos directivos del *target*, que posibilita la plena administración de sus negocios. Ello requiere la mayoría en las asambleas que designen a los miembros del Directorio o en los órganos que, por previsión estatutaria, deban instituirlos. Este extremo se logra sólo con el control interno de derecho.⁵

2.1.1.1. Este control de la estructura jurídica y estatutaria de la sociedad se traslada a una directa y efectiva disposición de la hacienda patrimonial del ente, sobre la cual ejerce plena capacidad decisoria la controlante. Esta potestad se refleja en el poder de administración y ejecución que ejerce de continuo.⁶

2.1.2. LA TOMA DE CONTROL

2.1.2.1. Resulta harto dificultoso predeterminar las situaciones de control en todo el espectro de la actividad societaria.

Las adquisiciones del señorío jurídico-fáctico, rememorando a *Champaud*, dependerán de las particularidades de cada sociedad. En especial, influyen la composición del paquete accionario, la efectiva actuación de las mayorías en el desenvolvimiento de la sociedad y el interés de las minorías en la administración.

2.1.2.2. *Toma de control amistosa*. La toma de control amistosa guarda similitud con la adquisición derivada de la situación de poder en una sociedad.

Los interesados en una determinada empresa inician, por medio de una oferta privada a los accionistas, las negociaciones tendientes a ingresar en la

⁵ ODRIÓZOLA, Carlos S.: "La Ley de Sociedades Comerciales, el Decreto PEN 2284/91 y las Resoluciones de la Comisión Nacional de Valores", "Derecho Societario y de la Empresa", Publicación del V Congreso de Derecho Societario, Advocatus, Córdoba, 1992, t. III, p. 127.

⁶ La clásica monografía de Claude CHAMPAUD: "Los Métodos de agrupación de sociedades", RDCO, 1969, pp. 121 y ss. constituye una erudita fuente de formación en esta materia. Una completa descripción de los supuestos del control se halla en Héctor ALEGRIA: "Algunas reflexiones sobre los conceptos de sociedad controlante, sociedad controlada y situación de control" RDCO, 1978, pp. 303 y ss.

persona jurídica, mediante la compra de acciones, o a incrementar su paquete de títulos. Esta última posibilidad puede canalizarse a través de los mercados de valores. De este modo, el propósito de apoderarse del control se mantendrá solapado hasta tanto no se colmen los recaudos mínimos que la regulación específica impone.⁷

Esta adquisición se completa con las negociaciones entabladas con el Directorio de la sociedad *target*, destinadas a acordar los mecanismos de fusión entre las empresas, de resultar exitoso el proyecto. Mas en esta instancia pueden surgir los principales inconvenientes para el oferente.

En virtud de previsiones estatutarias o legales, y adecuándose, por lo general a sus propios intereses en juego, los miembros del órgano de dirección se encuentran en condiciones de activar los mecanismos de defensa pergeñados para estas especiales circunstancias. Asimismo, podrán idear otros medios alternativos que impidan el perfeccionamiento de la tentativa de control.⁸

En los Estados Unidos, los *friendly takeover* se canalizan, a menudo, a través de la figuras de los *Proxy* o mandatarios que actúan en las reuniones sociales por cuenta de su mandante, quien reviste la calidad de socio.⁹ Las relaciones con los administradores de la sociedad son competencia del representante, hacia quien guardan los deberes fiduciarios correspondientes a los funcionarios de su clase. La presencia del *proxy* se complementa con las compras de paquetes de acciones en los mercados de capitales o de forma directa a sus titulares.

Un instrumento apto para completar la toma de control, por este camino, lo constituyen las *two-tier offers*. El ofertante efectúa su proposición a un determinado precio por acción por el paquete de control. Una vez conseguido su objetivo, negocia la compra de los títulos remanentes, desde otra situación, generalmente de mayor fuerza, a un menor valor.

⁷ El art. 9 de la Resolución General 22 de la Comisión Nacional de Valores, cuyo texto ordena y completa a la Resolución General 190, establece el deber de informar a la autoridad de contralor toda adquisición o enajenación de títulos mobiliarios que conlleve un cambio en las tenencias de los grupos de control. Igualmente, la compra de porcentajes accionarios superiores al 5% del capital de las sociedades ofertadas al público inversor impone la obligación de notificar a la C.N.V. en el plazo de 5 días. Este supuesto se aplica, solamente, a las adquisiciones de control amistoso.

⁸ POSTIGLIONE, Carlos Javier: "La mecánica del 'takeover' y la toma de control de las sociedades en Argentina", *LL*, 1992-A, 728 y ss.

⁹ La importancia y efectos prácticos de la actividad de los *proxy* en las tomas de control, sobre todo mediante las peticiones dirigidas a los directores en procura de información, se encuentra en *The law of Corporations*, Robert W. HAMILTON, West Publishing Co., Saint Paul, 1991, pp. 292 y ss. En nuestro país, el completo estudio de Carlos BOLLINI SHAW: "Toma del poder societario o compra del paquete accionario mayoritario en USA", *ED*, 120, 747 y 748.

2.1.2.3. *Toma de control hostil*. Tender offers. a) El fracaso de las tentativas de lograr el control por vías directas, sin acudir a las mecánicas de las ofertas públicas de adquisición, determinan al ofertante, si es que aún mantiene un interés real y concreto en la sociedad *target*, a recurrir a tales procedimientos.

Los *tender offers*, tal como se los denomina en los Estados Unidos, u ofertas públicas de adquisición, han sido reguladas por los organismos con competencia en la materia, a partir de las leyes que la norman. Las reglamentaciones se dirigen a proteger al público inversor, ante los riesgos que entraña, para la cotización bursátil, los sustanciales cambios en la composición accionaria de las empresas. Esos acontecimientos poseen suficiente nexo causal con la rentabilidad patrimonial de las empresas cotizantes en los mercados.¹⁰

Las *tender offers*, presupuesto anterior e inevitable para la toma hostil de control, parten de una pública oferta, emitida por el *raider*, cuyos destinatarios son los socios de la sociedad *target*.

Es importante reafirmar este concepto: las declaraciones de voluntad recepticias, continentes de las ofertas públicas de compra, son dirigidas hacia los accionistas, titulares de los derechos patrimoniales y políticos incorporados en los títulos que las representan. Serán éstos quienes resuelvan, en definitiva, acerca de la viabilidad y procedencia del ofrecimiento, a pesar de las medidas defensivas ejercitadas por el Directorio, tendientes a neutralizar el éxito de la misma.¹¹

En definitiva, los accionistas decidirán, de *propriu modo*, la postura a adoptar en el libre ejercicio de la autonomía de la voluntad, que conforma una zona de reserva de sus derechos constitucionales que le son reconocidos en tanto socio de una sociedad comercial, y que son expresamente consagrados en la Exposición de Motivos de la Ley de Sociedades Comerciales. Sobre esta resolución final, no guardarán injerencia las medidas defensivas que ponga en práctica el Directorio de la sociedad *target* ni las propuestas y condiciones que se enumeran en las ofertas públicas de adquisición.

b) Las cortes americanas, a mérito de la proficua elaboración que permite el *common-law*, han reelaborado los preceptos regulatorios de las ofertas públicas de adquisición de acciones normados en la *Securities Exchange Act* (1934), la *Williams Act* (1968), que la modificó en lo atinente al procedimiento específico para el lanzamiento de ofertas públicas, y en las reglamentaciones de la *Securities Exchange Commission* —S.E.C.—, órgano de contralor del mercado de títulos valores norteamericano y cuyas resoluciones constituyen

¹⁰ Vid. los considerandos de la Resolución General 63 de la C.N.V., y el comentario, a pie de página, de Máximo Bomchil, RDCO, 1981, 867.

¹¹ En este sentido, ODRIÓZOLA, op. cit., pp. 127-128; Robert CLARK: *Corporate Law*, Little Brown and Co., Boston, 1986, p. 531; Mariano GAGLIARDO: *Toma de Control Societario y Medidas defensivas*, Ad-Hoc, Buenos Aires, pp. 60 y ss.

fuente legal —*statutes*—, en la interpretación, fiscalización y ejercicio de las relaciones jurídicas nacidas al amparo de intentos de toma de control hostil.

Las *tender offers*, para ser reputadas como tales, han de contener los elementos que se detallan a continuación: a) Cuando existe una activa y abarcativa oferta pública a los accionistas de la sociedad *target*. b) La proposición comprende una proporción sustancial del capital social. c) La oferta pública de adquisición contiene una prima o premio sobre el precio corriente de mercado de los títulos. d) Que sus términos sean firmes e irrevocables. e) La estipulación de un número determinado de acciones a perseguir; ciertas veces se fija una cantidad mínima. f) Que su vigencia pervivirá durante un período limitado de tiempo. g) Los titulares de los títulos pretendidos son sujetos a una intensa presión para vender su paquete. h) Que previa o contemporáneamente al anuncio público de la oferta hostil, el *raider* acumule importantes cantidades de títulos.¹²

c) El lanzamiento de las ofertas públicas de adquisición conlleva la disponibilidad, por parte del postulante, de la liquidez necesaria para perfeccionarla. Aunque las ingentes sumas de dinero serán distribuidas en el corto o mediano plazo entre los accionistas, la indispensable garantía de solvencia y seriedad que han de exhibir estas propuestas, impone la presencia de un financiamiento suficiente.

El financiamiento bancario confluye con la emisión de títulos de deuda por parte de la compañía absorbida, destinada a recaudar los fondos que solventen el desembolso anterior. Entre estos métodos se destacan: a) *Leveraged buy-out*: método de financiación a través del cual el *raider* imputa un crédito bancario que ha recibido a la compra hostil de las acciones, cuyo pago efectúa en efectivo o en el corto plazo. b) *Emisión de junk bonds* (bonos basura): documentos cambiarios a cargo de la sociedad, que instrumentan deuda subordinada a asumir en virtud de la adquisición del control societario. Los títulos poseen alta rentabilidad, aún cuando reciben baja calificación, y exhiben alta volatilidad a las fluctuaciones del mercado.¹³

d) Conceptualización de las *tender-offers*. Teorías. Robert Clark, en su versada y completa obra, se explaya sobre las diversas teorías arguidas para descubrir las razones de las ofertas de adquisición hostil.

Siguiendo sus enseñanzas, se describirán los argumentos esenciales de cada una de ellas, a saber:

¹² *Wellman v. Dickinson*, 475 F.Supp. 783 (Southern District of New York, 1979) y *affidavit*, 632 F 2nd 355 (2d Cir., 1982), certiorari denied, 460 U.S. 1069(1983) y "*Brascan Ltd. vs. Edper Equities Ltd.*", 447 F.Supp. 773 (S.D.N.Y.), citados en CLARK, *op. cit.*, p. 560. En igual sentido, BOLLINI SHAW, *op. cit.*, p. 750; POSTIGLIONE, *op. cit.*, p. 730 y GAGLIARDO, *op. cit.*, p. 26.

¹³ HAMILTON, *op. cit.*, pp. 296-297; GAGLIARDO, *op. cit.*, p. 78; POSTIGLIONE, *op. cit.*, p. 731; y MIRKO SCHLOSSBERG, Gustavo: "La adquisición de empresas, una temática de actualidad", *LL*, 1989-A. 1063.

- a) *Beneficios por un mejor gerenciamiento*. El adquirente busca potenciar el rendimiento operativo de la empresa que ha absorbido, cuya estructura había sido subutilizada o depreciada por el management de los Directores que le precedieron en la conducción de los asuntos sociales.
- b) *Beneficios sinérgicos*. A partir de la empírica comprobación de los beneficios de las fusiones societarias —mergers—, se postula que las mismas razones de economía de escala, eliminación de costos repetidos y combinación de estructuras de producción o servicios complementarias, entre otras, impulsan a los *raiders* a embarcarse en los procesos de las tomas de control hostil.
- c) *Beneficios por conductas monopólicas*. Esta corriente entiende que las ofertas públicas de adquisición encubren propósitos de neto corte monopólico de ciertos sectores de la economía o abusos de la posición dominante, cuyo agente eficiente estaría representado por la sociedad que resulta de la toma de control societario.
- d) *Ganancias para los directores*. Se nutre de la evidencia fáctica de los beneficios que rinde a los Directores y administradores, o miembros del *Board*, de la sociedad ofertante, en relación al mayor poder que, en todo sentido, adquirirán por la absorción del *target*.
Clark refuta las conclusiones de esta posición ya que intuye que los costos del negocio jurídico de transferencia accionaria son soportados, indirectamente, por los accionistas de la fusionante. Éstos ven aminorados sus derechos al dividiendo por las contingencias típicas de esta clase de operaciones.
- e) *Ganancias extraordinarias*. En lenguaje llano, y a tenor de una traducción literal, deberían ser catalogadas como “beneficios de pillaje o saqueo”, se sustenta en la presunción que los adquirentes, luego de tomar el control de la sociedad, están en condiciones de vaciarlas. El autor de marras discrepa con sus sostenedores, partiendo de la debilidad de los argumentos en que se funda.¹⁴

2.2. Procedimientos. Su regulación en el derecho norteamericano y nacional

2.2.1. ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA

La reglamentación de las *tender-offers* en la Unión ha sido legislada desde antaño. Sus disposiciones formaban parte de la *Securities Exchange Act* y se aplicaron por la autoridad de contralor con competencia específica en la materia.

¹⁴ CLARK, op. cit., pp. 533 y ss.

Ante la eclosión de las tomas de control empresarias, fenómenos que trajeron aparejadas consecuencias imprevistas por el legislador, se readaptó la norma a la realidad de los tiempos y necesidades del tráfico económico. Así se sancionó la *Williams Act*, que perfeccionó el sistema de adquisición pública, tanto a través de compras en el mercado de capitales, como por medio de *tender-offers*. Asimismo, y continuando la senda de la ley previa, se concedieron facultades reglamentarias a la S.E.C.

2.2.1.1. La Securities Exchange Act, section 13(d), ha esquematizado los requerimientos que han de cumplirse por los adquirentes, de manera directa o indirecta, de un porcentaje superior al 5 % del total del capital de la sociedad *target*. La compra, realizada en los mercados de valores, acarrea el deber de informar, fehacientemente y en el plazo de diez días, a la compañía adquirida y a la S.E.C. La información proporcionada se explayará sobre el origen de los fondos empleados y la identificación del adquirente. Se prevén excepciones para quienes compran menos del 2 % en cada año calendario.

2.2.1.2. Las normas incorporadas por la Williams Act, en especial el art. 14(d), y las resoluciones administrativas de la S.E.C., Formulario 14(d), luego de definir al adquirente desde el elemento subjetivo —su voluntad de obtener el control de la sociedad—, describe los mandatos que serán observados por todo *raider*.

Específicamente, deberá hacer públicos sus planes de fusión, reorganización o liquidación para con el *target* o la previsión de venta de determinados activos de la absorbida. En lo que respecta a los derechos de los accionistas, se notificará acerca de los cambios en la política de asignación de dividendos o de su capitalización, de supresión de la còtización pública de ciertas clases de acciones y de modificaciones al estatuto. En lo referido a la administración de la sociedad, se informará sobre los cambios en los órganos de dirección.

Los socios que han recibido la oferta de venta están facultados para retractarse de la primitiva aceptación. Ello mediante el retiro de los documentos depositados previamente, en el término de quince días desde que la oferta pública de adquisición ha sido dada a conocer.

En caso de exceder el número de títulos en masa colocados en la consideración de los inversores a la previa oferta de adquisición, ésta se consumará a prorrata entre cada accionista de la sociedad *target*.

2.2.1.3. Por último, la *Hart-Rodino Antitrust Improvement Act*, agrega otra manda legal a observar en estas transacciones de valores. Ha de notificarse al Ministerio de Justicia y a la Federal Trade Commission ante la compra, por parte de *raider* con activos mayores a 100 millones de dólares estadouniden-

ses, de un porcentaje mayor o igual al 15 % de compañías valuadas en más de 10 millones de dólares estadounidenses.¹⁵

2.2.1.4. La Constitución de los EE.UU. no ha delegado en el Estado federal una serie de poderes legislativos, que permanecen en cabeza de cada uno de los Estados de la Unión y que le permiten normar extensos campos del derecho positivo. Entre ellas se incluye la correspondiente a los *take-over*.

A partir de la sanción de la Williams Act, 37 estados regularon esta figura jurídica. Por lo general, éstas dificultaron el ejercicio de las *tender-offers*, agravando los requisitos impuestos por la normativa federal. Este extremo conllevó el fracaso de distintas tentativas de copamiento hostil.

En 1982, la Corte Suprema norteamericana declaró su inconstitucionalidad, basada en las trabas al comercio interestatal que involucraban, sin previa autorización por el Congreso Federal, sin otorgar los beneficios que contrarrestaran sus violaciones.¹⁶

La segunda generación de las legislaciones estatales sobre los *take-over*, en palabras de Romano, se atiene a la voluntariedad del trámite de adquisición hostil y equilibra los derechos de las sociedades incluidas en la transacción, flexibilizando sus procedimientos y quitando imposiciones legales a los oferentes.

Esta corriente legislativa ha aprobado el test de constitucionalidad previsto por el máximo Tribunal americano.¹⁷

2.2.2. DERECHO POSITIVO NACIONAL

2.2.2.1. La Comisión Nacional de Valores reglamentó la oferta pública de adquisición de acciones, por primera vez, en su Resolución General 61/80, la que se nutre en el molde de las normas del derecho americano enunciadas en el párrafo precedente.

Se establecieron los deberes de exteriorización, al público inversor, de las características de las ofertas. La regulación detalló, prolijamente, cada uno de los extremos a cumplir por los adquirentes. Introdujo, de igual manera, una

¹⁵ La regulación americana se halla descripta en CLARK, op. cit., p. 546; y POSTIGLIONE, op. cit., pp. 728-731.

¹⁶ Edgar vs. MITE Corp., 457 U.S. 624 (1982); la ley invalidada pertenecía al Estado de Illinois. Acerca de la contraposición entre legislación federal y estatal y sus efectos en el tráfico comercial. *vid.* Roberta ROMANO: "The Future of hostile takeovers: Legislation and public opinion" en ROMANO "Foundations...", op. cit., pp. 289 y ss. y CLARK, op. cit., pp. 568-571.

¹⁷ CTS Corp. vs. Dynamics Corp. of America. 481 U.S. 69 (1987). Sus comentarios pueden verse en ROMANO, op. cit., pp. 287-288 y POSTIGLIONE, op. cit., pp. 731-732.

disposición inédita en el derecho argentino: la posibilidad de contraoferta, concedida al grupo controlante de la sociedad *target*.

Aunque la imposición de la obligatoriedad de los procedimientos de oferta pública de adquisición se convirtió en el núcleo de la controversia acerca de su legitimidad.¹⁸

Los recursos administrativos planteados en su contra, acogidos por el Ministro de Economía, compelieron a su derogación e inmediato reemplazo por la Resolución General 63/81, cuya nota distintiva fue la conversión en voluntario del régimen de oferta pública.

2.2.2.2. El carácter de la voluntariedad de las ofertas públicas de adquisición se ha mantenido en la Resolución General 227/93, aspecto en el que coinciden los autores.¹⁹ Repárese en que el adquirente puede decidir, en libre ejercicio de su derecho de propiedad, la vía que estime como más apropiada y conveniente a sus intereses, para lograr el objetivo que se ha predeterminado.

El art. 20 de la reglamentación anotada detalla los deberes de información previa a la C.N.V. y publicidad suficiente y adecuada de la oferta. El compromiso de compra es irrevocable en el lapso en que se mantiene su vigencia y se prevén los métodos de aumento de los precios propuestos y de compra a prorrata de las acciones, en el caso de exceder la oferta a la demanda.

La sociedad ofertante habrá de anunciar debidamente de sus proposiciones a los órganos sociales de la ofertada.

2.3. Medidas de defensa de la sociedad

A modo de colofón del informe, y dada la extensión del mismo, se esbozarán, brevemente, las medidas defensivas que puede adoptar la sociedad *target* ante un intento de toma de control hostil.

2.3.1. Se analizarán las medidas defensivas que se actúan luego de lanzada la *tender-offer*. En este caso, como en otros, se seguirán las enseñanzas de Robert Clark. Entre las disposiciones más relevantes, y de usual aplicación en los actos jurídicos objeto de este trabajo pueden citarse:

¹⁸ Una aguda crítica del acto administrativo se plantea por Máximo BOMCHIL: "Breve comentario a la resolución 61 de la Comisión Nacional de Valores sobre oferta pública para adquisición de control". RDCO, 1980, 623. Cuestiona el autor el exceso en la competencia en que incurrió el órgano estatal.

¹⁹ KENNY, Mario: "La Regulación del deber de información al público por la Comisión Nacional de Valores - Resolución General 227", Revista de Derecho Bancario y de la Actividad Financiera, año 2, septiembre-diciembre 1992, p. 642; GAGLIARDO, op. cit. pp. 57-58; y BOMCHIL, op. cit., nota 16. pp. 624 y ss.

- a) *White knight*: los directores de la sociedad *target* buscan a un nuevo ofertante por el paquete accionario en disputa. La propuesta mejorará el primitivo precio y el caballero blanco puede convenir su abstención de voto en determinadas cuestiones, la mayoría de ellas atinentes a la gestión de los administradores.²⁰
- b) *Greenmail*: cláusulas estatutarias que facultan al *target* a recomprar, con una abultada prima sobre el valor ofrecido por el *raider* a sus accionistas. De esta manera, los destinatarios de la propuesta reconsiderarán su primitiva aceptación.²¹
- c) *Cláusulas de conversión de acciones*: disposiciones de los estatutos o pergeñadas, como medios defensivos, por los administradores, que se denominan genéricamente como *poison pills*. Dentro de ellas se destacan la creación de nuevas clases de acciones preferidas, que se conceden a los titulares de acciones comunes bajo la figura del dividendo. Así, se confiere derechos de voto a los accionistas preferidos que antes carecían de los mismos. Mediante las disposiciones *flip-over*, los titulares de acciones ordinarias pueden comprar, en plazos fijados de antemano, títulos preferidos. Las cláusulas *flip-in*, por su parte, ayudan a los accionistas ordinarios a adquirir nuevos documentos a un precio menor al ofrecido por el *raider*, se sujeta su vigencia definitiva a condiciones resolutorias. Por último, el rescate de los títulos preferidos, emitidos por el *target*, a propósito de la oferta pública de adquisición, se efectuará a un precio equivalente al mayor que el oferente se ha comprometido a oblar por el paquete ordinario.²²
- d) *Turnabout*: la sociedad *target* responde a la tentativa de toma de control hostil por medio de una sucesiva oferta para la adquisición pública del paquete accionario mayoritario del *raider*. Esta defensa ha sido nominada como *Pac-man*.²³

2.3.2. Las previsiones defensivas concebidas *a priori* de todo intento de toma de control hostil se insertan, por lo general, en los estatutos de las sociedades. Suele suceder que, cuando su elaboración y discusión entre los socios, que

²⁰ GAGLIARDO, op. cit., pp. 79 y 80.

²¹ CLARK, op. cit., p. 574; GAGLIARDO, op. cit. p. 77; y Gregg A. JARREL, James A. BRICKLEY y Jeffrey M. NETTER: "The Market for Corporate Control: The empirical evidence since 1980" en ROMANO y alt. "Foundations...", p. 279.

²² La enumeración y explicación de estos mecanismos puede estudiarse en GAGLIARDO, op. cit., pp. 76 y ss.; POSTIGLIONE, op. cit., pp. 731-735; SCHLOSSBERG, op. cit., pp. 1063 y 1064.

²³ CLARK, op. cit., pp. 575 y 576.

deriva en declaración de voluntad plurilateral plasmada en el estatuto, no se presenten los peligros inminentes que se afrontan en las hipótesis bajo estudio.

Cobran operatividad en las hipótesis de un conflicto de intereses entre aquellos del *raider*, dispuesto a conseguir el control de la sociedad y los de ésta. En especial, es dable resaltar el concreto interés de los directores del *target* en neutralizar el programa de toma de control, ya que su propia supervivencia como miembros de uno de sus órganos se pone en tela de juicio. Así surgen las eventuales indemnizaciones que resarcirán a los funcionarios en el caso de su despido, prefijadas contractualmente (*golden parachutes*).

Las cláusulas sobre las mayorías calificadas que se imponen ante la existencia de O.P.A., para aprobar las transferencias de acciones; las resoluciones asamblearias que deleguen en el Directorio la forma y modalidad de aumentos sustanciales de capital; las cláusulas que restringen la transmisibilidad de las acciones; los convenios parasociales de sindicación de acciones; las disposiciones de precio justo que equiparan las compras posteriores a la toma de control hostil al precio pagado por el *raider* pueden enumerarse, entre tantas otras, dentro de las defensas previas a las *tender-offers*, cuya gráfica denominación es *shark repellents*.²⁴

²⁴ GAGLIARDO, op. cit., pp. 83 y ss.; POSTIGLIONE, op. cit., pp. 576 y 577.