

LAS MEDIDAS DEFENSIVAS Y EL DIRECTORIO DE LA SOCIEDAD AFECTADA ANTE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

MARÍA LAURA JUÁREZ

PONENCIA

- 1) En las sociedades anónimas que cotizan en bolsa se produce un distanciamiento del Directorio (control) y la propiedad de las acciones (accionistas-inversionistas), situación que da origen a un conflicto de intereses en el seno de la empresa, cuando el directorio protege ante todo su "atrincheramiento en el poder".
- 2) Ante la realidad mencionada, y por el perjuicio que puede traer aparejado el ejercicio abusivo de las medidas defensivas ante una OPA por parte del Directorio de la afectada, es que considero oportuno implementar normas que impongan a los directivos un límite en su actuación discrecional, prohibiéndole la realización de actos que impliquen un endeudamiento de la sociedad.
- 3) Sería también interesante y apropiado imponer a los Directivos de la sociedad afectada la redacción de un informe detallado sobre la oferta, conteniendo sus observaciones y opinión fundada respecto de la conveniencia o no de la propuesta.

FUNDAMENTOS

1. Introducción al tema

En la sociedad anónima con cotización, gran parte de sus accionistas no se sienten como tales sino que se insertan como meros inversionistas. Ni siquiera les preocupa sus derechos políticos, delegando en la mayoría de los casos sus votos a los respectivos sindicatos, siendo libres para vender sus títulos e innecesarios en las tareas directivas.

Es en este tipo de sociedades, que por la atomización del capital social y la indiferencia antes mencionada, se palpa una separación entre los accionis-

tas, que buscan tan solo una ventaja de tipo económica y el control social, en mano de los bloques de directores.

El directorio, entonces, llega a tener un poder enorme, y sus miembros han de impedir como sea su desplazamiento, siendo ello la génesis del conflicto de intereses ante una inminente *oferta pública de adquisición*.

2. Las medidas defensivas y el interés social

Ante la certeza de una oferta pública de adquisición, los directores de la sociedad afectada tienen la obligación legal y estatutaria de adoptar la medida más acertada al interés social, entendiendo como interés social, aquello más conveniente para la sociedad y la totalidad de los accionistas.

Entonces el Directorio de la S.A. afectada deberá encausar su actividad hacia la protección del *interés social*, en toda medida preventiva o defensiva a utilizarse debiendo actuar a su vez en el marco del objeto social.

Es justamente el mencionado *interés social* el límite en la toma de medidas preventivas o defensivas a ejecutarse en cada caso concreto. Él impide el ejercicio abusivo de las medidas tendientes a evitar o expulsar una oferta pública de adquisición, e impone a cualquier sociedad la misión de proteger al accionista, teniendo con respecto a éste dos obligaciones fundamentales:

a) Conseguir que haya un respeto del principio de igualdad de trato del accionista.

b) Facilitar a los accionistas la mayor información posible para que éstos puedan decidir sobre si deben aceptar o rechazar una OPA.

Por lo general las defensas adoptadas por los directivos sin consultar a la junta de accionistas (píldoras venenosas, *grenmail* y acuerdos de *statu quo*) tienen un efecto más negativo que aquellas defensas que requieren la aprobación de la asamblea de accionistas.

Pero en definitiva no importa si la medida a adoptar requiere o no la aprobación asamblearia, sino el porqué se la adopta, ya que no siempre las medidas defensivas son nocivas para la sociedad afectada.

Pues bien, será nociva si existe un *conflicto de interés*, entre el directorio y los accionistas, conflicto que ha de existir si los directores se atrincheran y las ponen en práctica para proteger sus empleos, aún a costa de perjudicar a los accionistas para quienes trabajan.

3. Las medidas defensivas en el marco de la lealtad y diligencia exigida a los administradores

El art. 59 de la L.S. nos otorga los parámetros dentro de los cuales debe actuar el director para no incurrir en responsabilidad solidaria e ilimitada por los daños y perjuicios que resulten a la sociedad de su actuar.

La norma señala que el administrador debe actuar con diligencia y con "lealtad". La lealtad a que hace referencia implica el deber de proceder en la función directorial a favor del interés social, de su objeto y de la actividad necesaria para cumplirlo.¹ Dicha norma se complementa en el caso de las Sociedades Anónimas con lo previsto por el art. 274 de la L.S. que imputa responsabilidad a los directores si con su obrar contrario a la ley, estatuto reglamento, hubiere ocasionado un daño a la sociedad, sin perjuicio de la posibilidad de los accionistas de iniciar la acción remoción por justa causa.

Cuando una sociedad se vea amenazada por una *oferta pública de adquisición* el deber de lealtad a que hace referencia el mencionado artículo, se torna problemático, por cuanto en las grandes S.A. actuales, en especial las sociedades que cotizan en bolsa, se ha producido en los últimos tiempos una ruptura total entre la base accionaria misma o propietarios y el órgano de administración o gestión que la dirige. Los accionistas se han convertido en inversionistas a los que únicamente les interesa la rentabilidad y liquidez de su inversión. Existiendo por tanto un distanciamiento entre los accionistas y el órgano de gestión, convirtiéndose el mercado de valores en fiscalizador de la labor que desempeñan dichos directivos. Si su gestión ha producido buenos resultados (económicamente rentables) los accionistas mantendrán sus acciones y en caso contrario se deshacerán de las mismas.

De más está decir, que ese deber de lealtad debe ser analizado en cada caso concreto, según las circunstancias que rodean la OPA, merituando la información que el directorio tiene respecto de los antecedentes de la sociedad oferente y de sus planes futuros en relación a la sociedad afectada, para luego poder juzgar si era o no acertada la decisión tomada o si pudo ser razonable tomar otra decisión.

El obrar con lealtad implica postergación de sus intereses personales, debiendo su actividad redundar en beneficio de todos los integrantes de la sociedad.²

Al respecto resulta útil acotar que las defensas puestas en práctica sin votación de la asamblea de accionistas han contado en los EE.UU. con el beneplácito judicial explícito en numerosas sentencias, que consideraron de aplicación el criterio de discrecionalidad directiva conocido como *business judgement rule*, según el cual los tribunales no entran a juzgar la calidad de las decisiones tomadas por los administradores, excepto si hay indicios de mala fe, apropiación indebida o similares.

¹ VERÓN - ZUNINO: *Modificaciones al régimen de Sociedades Comerciales*, Astrea, p. 531.

² NISSEN, Ricardo A.: *Ley de Sociedades Comerciales - Comentada*, t. II, p. 46, Ábaco, 1993.

4. *Actitud del órgano de administración frente a la OPA*

En el tema que nos interesa es dable destacar que no existe una normativa que regule en forma sistemática la actuación de los administradores de una sociedad afectada por una OPA. Tampoco lo hay en relación a cuál debe ser la gestión social y facultades de los administradores durante la OPA, tanto en relación a los socios, sociedad y mercado de valores.

El órgano de gestión puede adoptar diversas posturas:

I. Ante la OPA los administradores de la sociedad afectada pueden mostrar una actitud favorable, si a su entender la finalidad de la Opa coincide con el interés social de la afectada. Este caso no presenta mayores inconvenientes.

II. Si los administradores consideran que la OPA tiene objetivos que podrían adecuarse al interés social de la afectada, surge lo que se llama oferta "recomendada", así las cosas, incurrirán en responsabilidad si adoptan medidas defensivas abusivas.

III. Pueden manifestar una actitud demasiado favorable hacia la OPA en razón del privilegiado trato que la oferente ofrezca dar a los directivos de la afectada, por lo que obviamente surgiría responsabilidad si se recomienda a los accionistas la aceptación de la oferta teniendo en cuenta intereses personales, responsabilidad que se agrava si se recurre para ello a la violación de la ley, estatuto, reglamento (por ejemplo ocultación de información), que atentaría contra el interés social.

IV. Los administradores serán también responsables si se adopta con un silencio culpable una actitud indiferente ante una OPA. Es una obligación imperativa la de informar a los accionistas sobre la situación real de la sociedad.

No existen líneas generales de conducta, que puedan ser consideradas apropiadas para todos los casos en que se presente una oferta pública de adquisición.

En el ámbito del derecho mercantil, resulta difícil formular reglas concretas sobre cuál debe ser la actuación de los miembros del directorio, puesto que toda operación comercial tiene un carácter aleatorio, lo que obliga a tener en cuenta los siguientes aspectos:

- a) Los planes del oferente con respecto a la sociedad afectada.
- b) Los antecedentes del oferente.
- c) Los antecedentes de los administradores del oferente.
- d) Impacto social de la medida.

Además los directivos deberán adoptar posturas *claras*, distintas en cada situación, según cual fuere la intención de la oferente, acentuándose esta obligación en el caso de que la oferta tenga como objetivo el uso indebido de los activos sociales.

Los administradores no tienen actualmente la obligación de pronunciarse sobre la OPA, ni les alcanza un especial deber de facilitar información.

Lo cierto es que en nuestro ámbito, sería conveniente regular de alguna manera la conducta a seguir por la administración, sin que ello implique imponer un actuar preestablecido por ley que no tenga en cuenta la situación concreta de cada ente social.

De lo que se trata aquí es de evitar por todos los medios, conflictos de intereses, devenidos por la adopción de medidas defensivas que protejan los intereses personales de permanencia en el órgano de administración y de control de la sociedad.

Por lo dicho resultaría conveniente establecer ciertas limitaciones a la actuación del órgano de administración y no imponerle conductas determinadas, por ser ello incompatible en el marco de las actividades mercantiles.

Un ejemplo a seguir, lo es la legislación española que a través del R.D. 1197/91 y la Decimotercera directiva del Consejo de la CEE³ que en relación a las ofertas públicas de adquisición, limitan la actuación del órgano de administración obligándolo a abstenerse de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objetivo principal perturbar el desarrollo de la oferta, haciendo prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios, como por ejemplo: Deben abstenerse de emitir acciones, obligaciones negociables, enajenar, gravar o arrendar inmuebles u otros activos sociales que puedan frustrar o perturbar la oferta, realizar operaciones sobre los valores afectados a la oferta.

Las limitaciones que propicio, se refieren únicamente al órgano de administración de la sociedad afectada y por consiguiente, la Asamblea de Accionistas, podrá acordar cualquier medida de defensa que estime necesaria frente a la oferta.

En definitiva los directores deberán siempre buscar la protección del interés social. Podrán llevar a la práctica medidas defensivas siempre y cuando no incurran en ilegalidad o ilicitud y siempre que sirvan para mantener legítimamente el control de la sociedad.

BIBLIOGRAFÍA

- ARRUÑADA, Benito: *Control y Regulación de la Sociedad Anónima*, Alianza, Madrid, 1990.
- CARY EISENBERG: "Cases and Materials on Corporations", Foundation Press, Westbury, Nueva York, 1992.
- CLARK, Robert Charles: *Corporate Law*, Little, Brown and Company, Boston, 1986.

³ MEJÍAS, Pedro J.: *El régimen legal de las OPAs*, Valencia, 1993.

- GAGLIARDO, Mariano: *Responsabilidad de los directores de las Sociedades Anónimas*, Abeledo-Perrot, Bs. Aires, 1994.
- GAGLIARDO, Mariano: *Toma de control societario y medidas defensivas, Ad-Hoc*, Bs. Aires, 1993.
- Libro de Ponencias del I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, V Congreso de Derecho Societario, Advocatus, Córdoba, 1992.
- MEÑAS, Pedro J.: *El Régimen Legal de las OPAs*, CISS, Valencia, 1993.
- NISSSEN, Ricardo A.: *Ley de Sociedades Comerciales*, Ábaco, Bs. Aires, 1993.
- VERÓN - ZUNINO: *Reformas al Régimen de Sociedades Comerciales*, Astrea, Bs. Aires, 1984.