

77122

# El uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones

(EE.UU. 1933-1988)

Margarita Prat Rodrigo

Biblioteca 00639  
Lectura 730

Si todavía no está puntualmente informado de la aparición de nuestras novedades sobre libros empresariales, con sólo enviar su tarjeta de visita a:

**EDICIONES DEUSTO**  
Servicio de Promoción  
Barrañcuá, 14  
48009 BILBAO

☎ (94) 423 53 08\*

recibirá periódicamente, sin compromiso alguno por su parte, información detallada sobre los títulos recién editados.

EDICIONES DEUSTO S.A.  
Madrid/Barcelona/Bilbao

## Capítulo 1

# La decisión de adquisición de una empresa en general

### 1.1. Una razón por la que ocurren las fusiones y adquisiciones. El exceso de liquidez como alternativa rentable a otras posibilidades

Las empresas suelen tardar algunos años en llegar al éxito y durante estos años los problemas son los normales: encontrar capital, vender los productos, reducir los costes, luchar contra la competencia, etc. Estos problemas consumen toda la atención de los directivos y todo el flujo de caja procedente de las ventas. Pero, si no se fracasa, llegan los tiempos en que hay beneficios, que a su vez plantean nuevas cuestiones para las empresas. Ya no hay que superar problemas de producción, cada producto ha conseguido su cuota de mercado y ya se puede contar con un flujo de caja positivo y unos beneficios estables. Para este exceso de liquidez se plantean entonces cinco alternativas clásicas y una sexta, la que es el objeto de esta obra:

1. Reinvertir en la propia empresa.
2. Distribuir el beneficio entre los accionistas.
3. Emprender un nuevo negocio.
4. Invertir en bolsa.
5. Distribuir el beneficio entre los empleados.

Pero, como vamos a ver, estas alternativas son a veces insuficientes para absorber todos los beneficios de las grandes empresas y entonces.

solamente por esta razón, toda la atención y el dinero se concentra en las fusiones y adquisiciones.  
Examinemos con brevedad las cinco alternativas clásicas<sup>1</sup>.

#### 1.1.1. *Reinvertir en la propia empresa*

Muchos directivos tienen propensión a reinvertir los beneficios con objeto de aumentar el éxito de la propia empresa: es cuestión de orgullo y de beneficio. El coste de capital de los beneficios retenidos suele ser menor que el de obtener nuevos recursos ajenos. Por consiguiente, la empresa que se financie así obtiene cierta independencia de los mercados financieros.

Sin embargo, llega un momento en que ya no es conveniente reinvertir todos los beneficios. Esto puede ocurrir cuando el mercado ya no crece más, como es el caso del tabaco; o cuando, aunque el mercado sea muy competitivo, los beneficios superan la capacidad de absorción de la empresa, como es el caso del sector de la bebida. En ambas instancias se impone la diversificación.

#### 1.1.2. *Distribuir el beneficio entre los accionistas*

La segunda solución es distribuir el beneficio entre los accionistas en forma de dividendos. En teoría todo exceso de beneficio debería repartirse en forma de dividendos. Pero esto tiene sus límites: incluso muchos accionistas no apoyan en las juntas generales las decisiones a favor del reparto de dividendos, porque en ese caso la doble imposición (impuesto de sociedades e impuesto sobre la renta de las personas físicas) es un fuerte argumento en contra de los dividendos. Por otra parte, los accionistas en cuanto personas físicas tienen también problemas a la hora de reinvertir los dividendos que perciben. Por consiguiente, para el exceso de liquidez los dividendos son una solución, pero una solución bastante limitada.

#### 1.1.3. *Empezar un nuevo negocio*

Empezar un nuevo negocio es sumamente arriesgado y puede acabar en el despido de los directivos que lo han promovido. Los procesos de producción son nuevos, los mercados son desconocidos y los costes no pueden ser calculados con la necesaria aproximación. El hecho es que la mayoría de los productos nuevos fracasan. Por eso las grandes empresas prefieren mantener sus productos antes que arriesgarse con nuevas ideas.

Además, una empresa nueva no puede, al principio de su vida, absorber todo el dinero disponible y todo el exceso de beneficios de una empresa grande y floreciente a menos que la nueva empresa sea de un sector que demande grandes cantidades de fondos (acero, automóviles, petróleo).

#### 1.1.4. *Invertir en bolsa*

Desde luego es menos arriesgado invertir en los mercados de capitales que en un nuevo negocio. Los mercados de capitales tienen una capacidad prácticamente ilimitada para absorber cualquier cantidad de fondos, con la ventaja adicional de que se puede elegir el nivel de riesgo que se prefiera. Por ello las grandes empresas siempre invierten su exceso de dinero en valores mobiliarios, por lo menos temporalmente. Estas «inversiones pasivas» tienen dos inconvenientes: que sus beneficios están sujetos a fuertes impuestos y que hacen a la sociedad en cuestión muy atractiva para ser adquirida por otra. Una vez más se confirman los inconvenientes de tener exceso de liquidez.

#### 1.1.5. *Distribuir el beneficio entre los empleados*

La dirección y los empleados de las empresas reclaman, y a veces reciben, una parte de los beneficios, pero ésta no es suficiente más que para eliminar una parte del exceso de liquidez. Normalmente, los sueldos de los ejecutivos están más relacionados con el sector y el tamaño de la empresa que con los beneficios. En lo que se refiere a los trabajadores, sus salarios están más relacionados con el tamaño y sector, que con la productividad y el beneficio.

La empresa debe mantener unos salarios acordes con el sector para no aumentar excesivamente sus costes. Además la doctrina comúnmente aceptada<sup>2</sup> opina que los salarios no deben reflejar los beneficios, sino la productividad de los trabajadores, pues cuando una empresa tiene éxito y da el exceso de beneficios a sus empleados se está echando sobre los hombros del consumidor un peso que no le corresponde.

Examinadas las cinco soluciones clásicas al problema del exceso de liquidez<sup>3</sup>, se analiza ahora otra solución que es, en parte, el objeto de este libro: comprar otras empresas en funcionamiento.

Las razones son las siguientes:

En primer lugar, es una decisión que puede absorber cantidades importantes de dinero de una sola vez.

— En segundo lugar, una adquisición es mucho menos arriesgada que emprender un nuevo negocio, pues se dispone de datos públicos y fáciles de analizar.

— En tercer lugar, da mayores oportunidades y remuneración a los ejecutivos y, por último, disminuye el riesgo de que la propia empresa sea a su vez comprada por otra.

#### Beneficios que obtiene una empresa que realiza la adquisición de otra

Una vez establecido que los directivos están motivados para llevar a cabo adquisiciones de empresas cuando existe un exceso de liquidez, fácil justificar, desde el punto de vista práctico, cómo se eligen las empresas que son el objetivo de una adquisición. La justificación más ~~real consiste en el incremento del beneficio y la razón que lo explica~~ llama normalmente sinergia. Así, por ejemplo, las fusiones dentro mismo sector son fáciles de justificar porque reducen los costes de producción al emplear dimensiones mayores<sup>4</sup>. También a veces se le enfatiza en señalar que la empresa objetivo dispone de recursos particularmente baratos o incluso únicos. En cambio, lo que no se suele invocar públicamente es que la empresa se haya acercado a una posición de monopolio, porque eso podría traer dificultades legales.

En efecto, acercarse a la posición de monopolio lleva a la capacidad de subir los precios y a aumentar los beneficios. Este argumento debe llevarse demasiado lejos, porque cualquier fusión reduce el número de competidores en cualquier sector industrial y las empresas que quedan pueden más fácilmente ayudarse unas a otras subiendo los precios. De aplicarse la legislación antimonopolio hasta sus últimos remos, todas las fusiones quedarían prohibidas.

Tampoco se suele llamar la atención sobre la situación personal de grandes ejecutivos, sino sobre su competencia empresarial relegada mayores beneficios. Los empresarios que acometen una adquisición para demostrar su aptitud para gestionar los objetivos de la empresa adquirida y tienen que convencer a los analistas de que la prima control que van a pagar queda suficientemente compensada por la eriga<sup>5</sup>.

La aptitud para gestionar los problemas concretos de la empresa adquirida se presume si la fusión se refiere al mismo sector, o si los productos están relacionados, o si se venden usando los mismos canales de distribución<sup>6</sup>. Más aún, si las dimensiones son realmente grandes, se puede suponer que la capacidad para gestionar con éxito una gran empresa, del tipo que sea, es la misma que para gestionar un grupo de empresas dispares<sup>7</sup>.

— En cuanto a la sinergia es la combinación de dos entidades distintas que trabajan con más eficiencia cuando trabajan como una sola.

Por ejemplo, al fusionarse dos grandes bancos<sup>8</sup>, puede resultar que ya no sea necesario conservar a todos los abogados, empleados del proceso de datos, miembros del departamento de personal, etc. de ambas entidades. Igualmente, al fusionarse dos grandes laboratorios farmacéuticos, puede que los mejores vendedores sean ellos solos capaces de vender los productos de ambas marcas<sup>9</sup>.

La división más general es la que se hace entre sinergias de tipo industrial y sinergias de tipo financiero<sup>10</sup>.

#### 1.2.1 Sinergias de tipo industrial

Las sinergias de tipo industrial se pueden, a su vez, dividir en economías de escala, reducción de gastos generales y hallazgo de situaciones especiales<sup>11</sup>.

##### a) Economías de escala

Las empresas grandes llevan ventaja sobre las pequeñas, porque la maquinaria de gran dimensión es proporcionalmente menos cara a la hora de producir. Igualmente, la maquinaria dedicada a la producción de un solo producto resulta más económica que la que tiene que emplearse para conseguir diferentes productos. Cuando el transporte es una parte importante del coste, es más económico tener diferentes fábricas distantes entre sí que una sola<sup>12</sup>.

##### b) Reducción de gastos generales

Los gastos de distribución, publicidad y oficinas centrales se reducen proporcionalmente al centralizar la dirección de la empresa. Las marcas bien prestigiadas pueden cubrir una amplia gama de productos y lo mismo se puede decir de los canales de distribución y de la promoción de ventas. Esta reducción de gastos generales en producción, publicidad y marketing es real a condición de que exista un beneficio básico independientemente de que la fusión se lleve a cabo o no.

##### c) Situaciones especiales

Hay casos en que la posesión de un activo especial por la empresa objetivo de la fusión puede decidir la conveniencia de la misma. Una cadena de hoteles bien situada, un yacimiento de petróleo, una franquicia de gran reputación, una mina de un mineral estratégico o inclu-



so un grupo de personas bien adiestrado, pueden ser razones suficientes para emprender una adquisición.

Por eso a veces es un error sustituir los directivos de la empresa adquirida por los de la empresa adquirente, aunque este hecho ocurra con frecuencia. La razón es que es difícil encontrar un gran número de directivos con suficiente experiencia, y la preparación de los mismos es un proceso lento y arriesgado.

Otras situaciones especiales consisten en oportunidades para reducir la dependencia de un número de productos excesivamente pequeño; reducir los efectos de las variaciones estacionales; encontrar la manera de obtener un crecimiento más rápido que el que se seguiría de la sola expansión interna de la empresa, y sobre todo, aprovechar la compra de una empresa por mucho menos dinero del que vale.

### 1.2.2. Sinergias financieras

Las sinergias financieras pueden aumentar el beneficio de dos maneras: reduciendo el coste de capital de la nueva financiación de la empresa o reduciendo los impuestos.

#### a) Reducción del coste de capital

La reducción del coste del nuevo capital se puede obtener incluso cuando no existe ninguna sinergia industrial<sup>13</sup>. Si la empresa resultante de la fusión tiene una estructura financiera más alejada de la que, en el mercado, percibirá esta disminución del riesgo y bajará el coste de capital de la empresa resultante de la fusión<sup>14</sup>.

Se puede distinguir entre el coste de capital de los recursos propios y el coste de capital de los recursos ajenos. Si la fusión mejora la estructura financiera de la empresa de forma que se mejora la cantidad porcentual de recursos propios, la reducción del riesgo experimentada por la empresa es todavía mayor, porque el pago de los intereses es un gasto fijo, mientras que el pago de dividendos no lo es, y puede por tanto diferirse en ejercicios económicos difíciles. Las empresas fusionadas pueden no tener apenas relación unas con otras, exceptuado el hecho de que todas ellas tienen centralizada la financiación bajo el control del mismo consejo de administración<sup>15</sup>. Entonces la autoridad financiera central puede alejarse del riesgo de quiebra negociando mejores condiciones para los nuevos recursos ajenos o amparando éstos bajo el prestigioso nombre de la empresa adquirente. El consejo de administración puede fijar objetivos de rentabilidad para cada una de las empresas filiales y en caso de fracaso resulta más fácil desinvertir<sup>16</sup>.

### b) Sinergias fiscales

Hay dos clases de ventajas fiscales derivadas de las fusiones: las que resultan del funcionamiento de las dos empresas como una sola entidad y las que resultan de la manera en que se lleva a cabo la fusión.

Un ejemplo de la primera clase es el ahorro de los dividendos pagados por una filial a su matriz, una vez que sucede la fusión<sup>17</sup>.

Pero la forma más importante y más complicada de ahorrar impuestos que resulta de una fusión consiste en combinar los beneficios de una empresa con las pérdidas y las deducciones fiscales de la otra empresa fusionada<sup>18</sup>. Para que la fusión tenga sentido por este único motivo fiscal, es necesario comprar una empresa por una cantidad menor que el valor de sus pérdidas fiscales, con objeto de deducir dichas pérdidas de los propios beneficios<sup>19</sup>.

Las sinergias fiscales dependen de la forma en que se lleva a cabo la fusión. Son importantes sobre todo para aquellas empresas en las que una sola familia es a la vez dueña y empresaria. Si el fundador se va a retirar y otra empresa decide comprarle sus acciones, el pago en metálico por las mismas tendrá la consideración fiscal de ingresos ordinarios y tributará en consecuencia.

Un comprador conocedor de la situación puede entonces adquirir la empresa entera por un buen precio, pero precisamente con pago en valores mobiliarios para que el dueño no pague tan altos impuestos.

### 1.3. El factor humano

En muchas fusiones queda siempre la duda de si la última razón han sido las sinergias, las economías de escala, etc. O satisfacer las ambiciones personales de los altos ejecutivos<sup>20</sup>. Aunque fuera éste el caso, los motivos más inconfesables pueden racionalizarse, pues la comunidad empresarial cree en el crecimiento y crece el prestigio profesional del consejero delegado que lleva a cabo con éxito una importante adquisición. Así y todo, el profesor Henry Minzberg, de McGill University, afirma que los comportamientos de los consejeros delegados son muchas veces no racionales:

«El consejero delegado dice que sus decisiones están basadas en planificación estratégica y técnicas cuantitativas aplicadas a los resultados del proceso de datos. En realidad es un pensador que goza en un clima de caos calculado: trabaja a un ritmo rápido y constante, salta de asunto en asunto, toma decisiones importantes en menos de diez minutos y se fia constantemente de sus corazonadas cuando tiene que enfrentarse con problemas demasiado complejos para un análisis racional.»<sup>21</sup>

Racionales o no. Los altos ejecutivos que llevan a cabo fusiones y adquisiciones pueden dividirse en dos grupos: aquellos en los que predominan las razones objetivas y aquellos en los que predomina la satisfacción personal<sup>23</sup>.

### 1.3.1. Razones objetivas

Las razones objetivas se agrupan bajo la idea fundamental de que el crecimiento empresarial es bueno, independientemente de los efectos personales que tenga para el directivo que tomó la iniciativa. Algunos empresarios han llegado a pronunciar la frase «crecer o perecer», razonando que las empresas conservadoras que pagan sustanciosos dividendos pueden convertirse en objetivo de una fusión si no cuidan el aspecto de su expansión. La expansión es una tendencia natural, como lo es el deseo de tener más filiales, más empleados y más beneficios. Ningún directivo que se precie de tal se atreve a decir que no quiere que su empresa se expanda, sino que se conforma con la situación actual. Incluso no es raro encontrar ejecutivos que piensan que el incremento de ventas es mejor que el beneficio. Las adquisiciones abren nuevos horizontes para los directivos de la empresa adquirente y el mercado financiero las estima como una señal de vigor y salud.

### 1.3.2. Satisfacción personal

Sin embargo, tampoco puede negarse que hay casos en que el elemento decisivo ha sido el impulso para obtener más poder, más categoría y más satisfacción personal. No hay que confundir este impulso con un comportamiento ininteligible, porque existen muchas personas racionales, metódicas y calculadoras, dominadas sin embargo por su vanidad y su ambición personal.

Este afán de poder es el único que puede explicar cómo personas que ya han ganado muchos más millones de los que pueden gastar y que están al frente de un grupo de empresas que ya es grande y complacido se embarcan en complejas operaciones de adquisición empresarial<sup>23</sup>.

Un claro ejemplo de este tipo de conducta ansiosa es el de William Agee, consejero de Bendix durante su intento de adquisición de Martin Marietta<sup>24</sup>. Agee llega a aparecer, a causa de sus desmedidas aspiraciones, como un traidor a su antiguo presidente en Bendix y a la propia empresa. Agee aparece también como la persona que permitió que su relación personal con Mary Cunningham, alto cargo de Bendix,

condicionara sus decisiones. Su mala relación con los directivos de la empresa empezó a raíz del ascenso de Mary Cunningham. En estas circunstancias fue cuando realizó el intento de adquisición de Martin Marietta, a pesar de que dicho intento ponía en peligro la supervivencia de Bendix como empresa independiente<sup>25</sup>. Posiblemente se pudieran encontrar razones objetivas para explicar el proceso de la operación contra Martin Marietta, pero en ningún caso se puede aislar la conducta de Agee de sus propias consideraciones personales<sup>26</sup>.

Hay que reconocer, sin embargo, que este tipo de planteamientos genera con frecuencia grandes entusiasmos de grupo dentro de la empresa y puede conducir a resultados beneficiosos para la misma. En cualquier caso, la adquisición de una empresa es una operación muy arriesgada<sup>27</sup> que puede llevar al ejecutivo que la planea al éxito o al fracaso, sea cual sea su forma de manejar la situación.

## 1.4. Estrategias defensivas contra adquisiciones no deseadas

Las empresas adquirentes se han ido volviendo cada vez más agresivas contra los objetivos deseados. Esto ha llevado a las empresas objetivo y a sus asesores a planificar métodos de defensa<sup>28</sup>.

La mayoría de las tácticas defensivas, caso de tener éxito, perpetúan en sus puestos a los directivos de la empresa objetivo. Por ello, han sido criticados con frecuencia los métodos de defensa que actúan en favor de los directivos más que a favor de los accionistas. Los métodos más conocidos son los siguientes:

- Medidas estatutarias para repeler adquisiciones no deseadas.
  - Plidoras letales.
  - Reestructuración de los derechos de voto.
  - Aplicación de las leyes antimonopolio.
  - Compra de sus propias acciones por parte de la empresa objetivo.
  - Chantaje.
  - Emisión de títulos.
  - Contraoferta de adquisición de acciones.
  - Indemnizaciones compensatorias para los directivos de la empresa objetivo.
  - Fusiones defensivas.
  - «Encierros»:
- a) «Encierros» por emisión de nuevas acciones.
  - b) «Encierros» por venta de activos.

#### 1.4.1. *Medidas estatutarias para repeler adquisiciones no deseadas*<sup>29</sup>

Estas medidas consisten en que los estatutos sociales de la empresa contienen una serie de normas que desaniman a los posibles adquirentes no deseados. La adopción de estas medidas se realiza como parte de una estrategia a largo plazo que tiende a dificultar un posible cambio de control de la empresa<sup>30</sup>.

Algunos cambios estatutarios, como el cambio de domicilio social<sup>31</sup>, necesitan la aprobación de la junta general de accionistas y es conveniente que antes de someter los cambios a la junta, la dirección haya sondeado su opinión, pues votos en contra muy numerosos suponen una debilidad que puede ser utilizada por un comprador potencial.

Hay diversos tipos de modificaciones estatutarias:

— Exigencia de una mayoría especial que consiste, a veces, en exigir mayorías superiores al 51 % para acceder a una propuesta de fusión<sup>32</sup>. Otras veces se exige este tipo de mayoría para aprobar el precio en una oferta de adquisición, de tal manera que el accionista minoritario quede protegido<sup>33</sup>.

Estas medidas retraen a los adquirentes hostiles y protegen a los accionistas en el caso de ofertas con pago en dos fases<sup>34</sup>, pero no son muy útiles en otros tipos de oferta.

— En algunos estados de EE. UU. las leyes locales permiten que los accionistas con más del 51 % de las acciones tomen decisiones sin necesidad de convocar una junta general de accionistas. Una empresa que está en peligro de ser adquirida por otra puede modificar sus estatutos para evitar esta situación.

— En otras ocasiones, las empresas modifican sus estatutos para permitir al consejo de administración atender no sólo a las necesidades de los accionistas en las ofertas de adquisición, sino también para proteger a los terceros interesados en la empresa (empleados, clientes, proveedores, ciudad en la que está la empresa, etc.). En general, este tipo de enmiendas sólo se consideran adecuadas cuando la empresa objetivo trata de defenderse contra una adquisición parcial.

— La empresa puede modificar sus estatutos y establecer un sistema de voto acumulativo para la elección de consejeros. Esto permite a la dirección de la empresa lograr una posición mejor en la lucha por mantener el control cuando el potencial adquirente tiene un paquete de acciones grande pero minoritario<sup>35</sup>.

— Otra modificación de estatutos cada vez más frecuente es la necesidad de aprobación de la junta general de accionistas para cualquier recompra de acciones. Esta modificación dificulta la

posibilidad de acceder a un chantaje<sup>36</sup> pero también dificulta la negociación con otro posible adquirente amistoso<sup>37</sup>.

— El aumento del capital autorizado permite a la empresa tener una reserva de acciones con las que realizar un encierro<sup>38</sup> en caso necesario y también emitir acciones con las que tener más votos. Este aumento del capital autorizado lleva consigo la modificación de estatutos.

— La renovación del consejo de uno en uno impide que un adquirente llegue a controlar con rapidez el consejo de administración<sup>39</sup>.

Hay otras limitaciones en la composición del consejo de administración que dificultan las adquisiciones, como son las que se refieren al tamaño del consejo o al derecho de los accionistas a modificar su composición. Todas estas modificaciones estatutarias dificultan al adquirente la posibilidad de incluir sus propios consejeros.

— Juntas generales extraordinarias. Las normas establecidas estatutariamente sobre la convocatoria de juntas generales extraordinarias pueden dificultar la convocatoria de las mismas, lo que complicaría una lucha de apoderamientos que no tuviese lugar en la junta general ordinaria anual.

#### 1.4.2. *Píldoras letales*<sup>40</sup>

Una píldora letal es un acuerdo para proteger los derechos de los antiguos accionistas<sup>41</sup>. Este acuerdo encarece notablemente la adquisición hostil de una empresa, aunque no impide la adquisición amistosa ya que el consejo de administración siempre puede retirarla.

Hay varios tipos de píldoras letales<sup>42</sup>:

— Plan según el cual el poseedor del derecho puede comprar títulos a mejor precio que el del mercado.

— Plan según el cual el poseedor del derecho puede exigir a la empresa emisora del mismo o a la empresa adquirente que le compren títulos en ciertas circunstancias.

— Otros tipos de píldoras letales.

a) *Plan según el cual el poseedor del derecho puede comprar títulos a mejor precio que el del mercado*

El objetivo del plan es obligar al adquirente a negociar con la empresa objetivo y evitar así las ofertas de adquisición hostiles.

Este plan faculta al poseedor de los derechos a comprar acciones a bajo precio en determinadas circunstancias. Esto significa que en el caso de adquisición de la empresa emisora el derecho se ejercita comprando a bajo precio acciones de la compañía resultante de la fusión.

La puesta en práctica del plan requiere la emisión de un derecho por cada acción y no necesita aprobación por parte de los accionistas, pues es comparable a un dividendo.

Estos derechos sólo pueden ejercerse cuando un tercero adquiere la empresa y en ellos tiene que constar el precio al cual se ejercitarán, el plazo de vigencia y las condiciones de recompra del derecho por parte de la propia empresa. Pueden modificarse cuando sea necesario para los accionistas.

b) *Plan según el cual el poseedor del derecho puede exigir a la empresa emisora del mismo o a la empresa adquirente que le compren títulos en ciertas circunstancias*

Este tipo de plan es menos corriente que el anterior y se usa en casos en que las empresas necesitan una defensa específica contra adquirentes concretos y en circunstancias concretas. Igual que en el caso anterior, los derechos tienen carácter de dividendos y se emiten sin necesidad de que exista autorización por parte de la junta general de accionistas.

Este derecho autoriza al poseedor a que le compren sus acciones a un precio determinado, pagadero en metálico o mediante otros títulos (acciones preferentes u obligaciones) o parte en metálico y parte en títulos, en caso de que un tercero adquiriera más de un determinado porcentaje de la empresa emisora y no quiera comprar el resto de las acciones de dicha empresa. El precio puede estar fijado de antemano o puede ser variable en función del precio al que se realice la oferta pública de adquisición.

c) *Otros tipos de pildoras letales*

*Emisión de efectos a plazo fijo*, de tal manera que si existe una oferta no deseada, los accionistas pueden ejercitar su derecho a cobrar dichos efectos. Los efectos emitidos tienen la consideración de dividendos.

*Planes de voto*. Con ellos se trata de otorgar a las acciones preferentes derechos de voto especiales, con lo que se diluyen los derechos de voto de la empresa adquirente.

#### 1.4.3. *Reestructuración de los derechos de voto*

Un método de defensa bastante usado es reestructurar los derechos de voto para acumularlos en manos de inversores amistosos (alianzas estratégicas).

Hay dos formas de llevar a la práctica este tipo de defensa:

— Crear dos tipos de acciones ordinarias con distintos derechos de voto, normalmente uno de ellos con un voto por acción y el otro con varios votos por acción. Estas acciones de voto plural (pro-derablemente menor, por lo que sólo son atractivas para aquellos accionistas a los que interesa sobre todo el control de la sociedad.

Además, a cada accionista se le da derecho a elegir qué tipo de acciones desea poseer a través del intercambio de sus títulos. En la mayoría de los casos, las acciones de voto plural sólo se pueden vender cambiándolas previamente por acciones de un solo voto.

— Emitir acciones preferentes con derecho de voto plural. Esta es una decisión del consejo de administración, que normalmente se realiza utilizando el capital autorizado y no emitido, por lo que no requiere autorización de la junta general de accionistas. Estos pueden encontrarse con cambios en sus derechos de voto que no han aprobado, por lo que el uso del capital autorizado para emitir acciones preferentes de voto plural ha sido muy controvertido judicialmente.

#### 1.4.4. *Aplicación de las leyes antimonopolio*

Con frecuencia las empresas quieren adquirir otras empresas que apoyen o complementen su propia actividad, lo que provoca pleitos antimonopolio por parte de la empresa objetivo.

A veces la empresa objetivo adquiere activos para asemejar su objetivo social al de la empresa adquirente y poder así plantear este tipo de pleitos. Los pleitos se plantean alegando en la mayoría de los casos infracciones de la «Clayton Act»<sup>43</sup>.

Por otra parte, la «Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act»<sup>44</sup> impone la necesidad de notificación a la Federal Trade Commission por parte de la empresa adquirente con anterioridad a hacer pública la oferta de adquisición, para revisar si la fusión propuesta puede dar o no lugar a una situación de monopolio. En general los tribunales de justicia no admiten pleitos antimonopolio basándose en la «Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act», pues se supone



que esta ley sólo afecte a la necesidad de informar a la Federal Trade Commission.

#### 1.4.5. *Compra de sus propias acciones por parte de la empresa objetivo*<sup>45</sup>

En algunas ocasiones una empresa puede luchar contra una oferta de adquisición hostil comprando las acciones a los propios accionistas, en transacciones privadas o a través de la bolsa<sup>46</sup>. Normalmente, es un grupo de directivos el que adquiere las acciones de la empresa en poder del público<sup>47</sup>.

En algunos casos la recompra se hace pagando en metálico y en otros pagando en títulos emitidos por la propia empresa (obligaciones o pagarés). El coste de la recompra de acciones endeuda a la empresa y elimina sus reservas de liquidez<sup>48</sup>.

Algunas leyes locales limitan las cantidades de acciones que una empresa puede recomprar<sup>49</sup>.

Por otra parte, las leyes federales obligan a ciertos requisitos de información a la Comisión de Valores y Bolsa para poder realizar la recompra de las propias acciones<sup>50</sup>.

#### 1.4.6. *Chantaje*<sup>51</sup>

El término chantaje se refiere aquí al pago hecho por la empresa objetivo para recomprar un paquete de acciones en poder de un adquirente que puede resultar fuente de problemas para la empresa objetivo. El pago de este paquete se hace por un precio superior al del mercado<sup>52</sup>.

Aceptar la compra a precio de chantaje no resulta muy útil para frenar una adquisición hostil, pues puede surgir en cualquier momento otro chantaje distinto.

Si una empresa paga a un potencial adquirente por el paquete de acciones en su poder, nada impide que otra persona haga lo mismo y pretenda que también se le recompre su paquete de acciones a un precio superior al del mercado.

El pago del chantaje suele llevar a una baja en la cotización del valor, normalmente elevada debido a la actividad compradora del chantajista<sup>53</sup>.

A pesar de esto, a veces una empresa prefiere pagar un chantaje que entrar en una lucha larga y costosa para evitar una toma de control<sup>54</sup>.

#### 1.4.7. *Emisión de títulos*

Esta técnica consiste en la emisión de nuevos títulos para ser vendidos a un tercero amistoso, que no intenta comprar la empresa pero que puede ser una ayuda a la hora de hacer frente a una adquisición hostil. En algunos casos el tercero amistoso es el plan de ahorro de los empleados<sup>55</sup>.

Si estos títulos son acciones preferentes de voto plural, la emisión se convierte en un arma poderosa contra adquirentes no deseados. Este tipo de emisiones están reguladas por las leyes locales, así como por las normas internas de las bolsas<sup>56</sup>.

#### 1.4.8. *Contraoferta de adquisición de acciones*<sup>57</sup>

La empresa objetivo contrataca ante una adquisición hostil<sup>58</sup> comprando las acciones de la empresa adquirente mediante una oferta pública de adquisición de acciones<sup>59</sup>.

La estrategia se concreta en dos aspectos:

- Qué empresa podrá completar primero su oferta de adquisición de acciones.
- Qué empresa podrá nombrar antes consejeros en el consejo de administración de la otra.

Por lo demás, una empresa que aplique esta estrategia defensiva tendrá en cuenta los mismos aspectos que tendría en caso de ser la empresa adquirente en una oferta pública de adquisición<sup>60</sup>.

#### 1.4.9. *Indemnizaciones compensatorias para los directivos de la empresa objetivo*<sup>61</sup>

Las establecen las empresas que se consideran a sí mismas objetivos potenciales de una adquisición para proteger y compensar a sus directivos en caso de que finalice su contrato después de adquirida la empresa<sup>62</sup>. La existencia de estos contratos aumenta el precio de compra de la empresa y en este sentido son una táctica que dificulta la adquisición hostil, aunque en la mayoría de los casos este coste es irrelevante comparado con el coste de la adquisición<sup>63</sup>.

Las compensaciones se contemplan con frecuencia como un indicador de que los directivos no estarán excesivamente apegados a sus cargos y que no dificultarán innecesariamente la adquisición<sup>64</sup>.

Las compensaciones pueden tener lugar sólo en el caso de adquisición hostil o en caso de cualquier adquisición, y con o sin despido del directivo por parte del nuevo dueño, según se pacte<sup>65</sup>.

10. *Fusiones defensivas*

Las estrategias anteriormente citadas sirven para defender a la empresa que quiere mantenerse independiente y no ser comprada. De hecho, son muy pocas las que consiguen mantenerse independientes después de una oferta de adquisición.

En algunos casos el comprador no es quien ha iniciado la oferta de adquisición, sino un tercero amistoso<sup>69</sup>. Es habitual que la aparta del tercero amistoso de lugar a una serie de reacciones con subidas de precios y encarecimiento de la operación. Por esta razón muchas empresas no están interesadas en servir de tercero amistoso<sup>70</sup>.

11. «Encierros»<sup>68</sup>

Hay dos tipos de operaciones de «encierro»<sup>69</sup>:

- Referidas a paquetes de acciones<sup>70</sup>.
- Referidas a activos valiosos de la empresa<sup>71</sup>.

## «Encierros» por emisión de nuevas acciones

Son opciones que se dan a un tercero amistoso para que tenga derecho a comprar acciones procedentes de una emisión ya autorizada, o no emitida. La compra puede hacerse cuando concurren determinadas circunstancias fijadas de antemano, como puede ser el intento de adquisición hostil<sup>72</sup>.

Esta opción da al tercero amistoso una función de árbitro de la opción y también le permite obtener una ganancia vendiendo después paquete de acciones.

El uso de este mecanismo de opciones requiere una planificación anticipada, ya que los accionistas de la empresa objetivo deben observar la emisión de nuevas acciones.

Ha habido abundante jurisprudencia sobre las opciones de este tipo, ya que pueden alterar el poder de voto de los accionistas o las mas autorreguladoras de las bolsas.

## «Encierros» por venta de activos

Se trata de opciones de compra sobre aquellos activos que hacen empresa atractiva para posibles adquirentes. A veces estos activos filiales o áreas completas de la actividad de la empresa. Generalmente se da al tercero amistoso la opción de compra del activo concreto a un precio que se considera beneficioso para el comprador am-

Esta opción está generalmente condicionada a la ocurrencia de un suceso, por ejemplo una adquisición hostil que proporcione al adquirente un porcentaje importante de la empresa objetivo. Es un método de defensa que suele tener bastante éxito<sup>74</sup>.

Esta estrategia provoca pleitos, pues muchos accionistas y adquirentes opinan que la venta de activos distorsiona el mercado. También el precio de las opciones ha sido objeto de pleitos, pues se ha discutido la valoración del activo<sup>75</sup>.

Si el precio al que se valora el activo es adecuado y no extremadamente bajo, la venta supone una cantidad considerable de dinero en metálico para la empresa, con lo que seguirá siendo interesante para el adquirente, a menos que éste tuviera un interés de tipo estratégico hacia el activo vendido.

En general se consideran más oportunas las opciones por emisión de nuevas acciones, ya que son más fáciles de valorar que las opciones de venta de activos.

## Notas

<sup>1</sup> Davidson, pp. 151-169.

<sup>2</sup> Galbraith, pp. 113-114.

<sup>3</sup> Evidentemente en un trabajo como este se está hablando de liquidez en términos de miles de millones de dólares. Por citar una sola empresa, Exxon Corporation tuvo en 1980 beneficios de 5.700 millones de dólares; repartió 2.350 millones de dólares en dividendos, tenía 26.000 millones de dólares de reservas, y todo ello después de haber realizado inversiones por valor de 10.000 millones de dólares.

<sup>4</sup> Stalworthy, pp. 47-50.

<sup>5</sup> Rogge, p. 7.

<sup>6</sup> La comparación entre desarrollo interno y adquisición de empresas se estudia en Rock, p. 7.

<sup>7</sup> «Conglomerate merger».

<sup>8</sup> Léase el resumen del informe Revell, que figura en el apéndice Z.

<sup>9</sup> Un documentado estudio de los efectos de la sinergia ha sido publicado por J. Fred Weston bajo el título *The Payoff in Mergers and Acquisitions* (Rock, pp. 31-47).

<sup>10</sup> Weston, p. 672.

<sup>11</sup> En lenguaje vulgar se podría decir «gangas».

<sup>12</sup> Léase Stein, pp. 61-80.

<sup>13</sup> Braley, p. 789.

<sup>14</sup> Las empresas son así menos vulnerables a las variaciones de los tipos de interés. Brooks, p. 228.

<sup>15</sup> United Technologies concentra bajo un único consejo de administración tecnologías tan diversas como motores a reacción Pratt & Whitney, cintas transportadoras y ascensores Otis, refinerías, aviones de combate y helicópteros Sikorsky. Sus directivos confiesan que no son expertos en las empresas que controlan y que, aparte de unas pocas condiciones (como asegurarse de que la empresa adquirida es de las mejores en el sector y que sus propios directivos son competentes en marketing y desarrollo), nunca interfieren en nada que no sean las condiciones financieras generales.

<sup>16</sup> «Break-up»: léase Lorenz, p. 11. La desinversión en general se estudia en Brigham, pp. 752-754.

- <sup>17</sup> Earl, p. 26.
- <sup>18</sup> Schall, p. 742.
- <sup>19</sup> Varios ejemplos, como los de Pantry Pride, Ryder Truck Rental Company y Morley Thompson se describen detalladamente en Davidson, pp. 206-208.
- <sup>20</sup> Stuart Jones, pp. 19-21.
- <sup>21</sup> Rowan, p. 110.
- <sup>22</sup> Un libro clásico sobre este tema es Josephson, *passim*.
- <sup>23</sup> Roberts, pp. 24-33.
- <sup>24</sup> Esta fracasada fusión se describe en el apéndice Q.
- <sup>25</sup> Menzes, p. 34.
- <sup>26</sup> Brooks, p. 180.
- <sup>27</sup> Marten, pp. 102-105.
- <sup>28</sup> Cualquier método de defensa debe ser compatible con los derechos de los accionistas. Gilman, p. 669.
- <sup>29</sup> «Shark Repellents.»

<sup>30</sup> Fleischer, vol. 2, pp. 615-643.

<sup>31</sup> En Estados Unidos el domicilio social tiene mucha importancia, por la influencia de la diferente legislación de los estados.

<sup>32</sup> Se denomina «supermajority provision». Un ejemplo de carta solicitando poderes de representación a favor de la empresa Bendix con objeto de establecer una «supermayoría» como defensa contra una adquisición hostil, se encuentra en Fleischer, vol. 2, pp. 683-689.

- <sup>33</sup> Steinberg, p. 82.
- <sup>34</sup> «Two-tier offer.»
- <sup>35</sup> Ferrara, p. 195.
- <sup>36</sup> «Greenmail.»
- <sup>37</sup> Brooks, pp. 187-190.
- <sup>38</sup> «Lock-up.»
- <sup>39</sup> «Staggered board.»
- <sup>40</sup> «Poison pills.»
- <sup>41</sup> Ferrara, pp. 337-364.
- <sup>42</sup> Fleischer, vol. 3, pp. 850.13-850.18.
- <sup>43</sup> Categórica ley antimonopolio promulgada en 1914.
- <sup>44</sup> Promulgada en 1976.
- <sup>45</sup> L.B.O. y M.B.O.
- <sup>46</sup> Diamond, *passim*.
- <sup>47</sup> La bibliografía es muy abundante: Wright (1985), Wright (1987), Clutterbuck, Webb y Delfosse.
- <sup>48</sup> Crawford describe multitud de casos concretos: pp. 66-220.
- <sup>49</sup> Loss, pp. 438-448.
- <sup>50</sup> Reglas 13e-1 y 13e-4.
- <sup>51</sup> «Greenmail.»
- <sup>52</sup> Ferrara 412-423.
- <sup>53</sup> Léase en el apéndice T el intento de compra de Marshall Field por Carl Icahn.
- <sup>54</sup> Brooks, 187-190.
- <sup>55</sup> E.S.O.P.J.
- <sup>56</sup> Rock, p. 232.
- <sup>57</sup> «Pac-Man.»
- <sup>58</sup> Dornes, p. 281.
- <sup>59</sup> Brooks, p. 106.
- <sup>60</sup> Rock, p. 464 y Slater, pp. 15-16.
- <sup>61</sup> «Golden Parachutes.»
- <sup>62</sup> Fleischer, vol. 1, pp. 150-172.
- <sup>63</sup> Steinberg, p. 21.
- <sup>64</sup> Klein, p. 56.
- <sup>65</sup> William Agee, consejero delegado de Bendix en su lucha contra Martin Marietta, que se describe en el apéndice Q, estaba protegido por una compensación de cuatro millones de dólares.

- <sup>66</sup> Davidson, p. 63.
- <sup>67</sup> «White-knight.»
- <sup>68</sup> Slater, p. 55.
- <sup>69</sup> «Lock-up.»

- <sup>69</sup> Fleischer, vol. 1, pp. 388.88-388.133.
- <sup>70</sup> «Stock lock-up.»
- <sup>71</sup> «Asset lock-up» o «crown jewel».
- <sup>72</sup> Michel, pp. 81-82.
- <sup>73</sup> En el apéndice U se describe extensamente un caso en el que se producen de manera simultánea los dos tipos de encierros: el «stock lock-up» y el «crown jewel» era en dicho caso el yacimiento petrolífero Yates.
- <sup>74</sup> Michel, pp. 52-73.
- <sup>75</sup> Worthy, p. 53.