

Nº 210
Año LXIX
Julio-Diciembre 2001
Fundada en 1933
ISSN 0303-9986



REVISTA DE DERECHO

UNIVERSIDAD DE
CONCEPCION^{MR}

Facultad de
Ciencias Jurídicas
y Sociales

ANÁLISIS ECONÓMICO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPAS)

GERARDO HÜNE BUSTAMANTE
Abogado, Universidad de Concepción
LL.M., Universität Hamburg

A. INTRODUCCION

En una toma de control de una sociedad de capital, un oferente adquiere cierto porcentaje de las acciones de una compañía objetivo, necesario para obtener el control de la misma. Típicamente, la toma de control se desarrolla a través de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA)¹, una amplia y activa oferta por un porcentaje substancial de las acciones de una sociedad, por un precio fijo, dentro de un período limitado y bajo ciertas condiciones². Sin embargo, la toma de control de una compañía puede también producirse a través de fusiones (figura que requiere el acuerdo de ambas sociedades involucradas), transferencias de bloques de acciones directamente del accionista mayoritario (cesión de control), o simplemente por la compra de acciones en la bolsa (esta última alternativa, denominada *ramassage* por los franceses, puede significar un alto costo para el adquirente si el mercado descubre sus intenciones. Además, usualmente las normas sobre transparencia castigan la adquisición de grandes porcentajes sin informar al mercado)^{3,4}.

¹ Internacionalmente se usa alternativamente la terminología británica de "Tender offer", "Offeror" y "Offeree company" o la americana de "Takeover bid", "Bidder" y "Target corporation".

² Knoll, H.-C. *Die Übernahme von Kapitalgesellschaften*, libro de texto, Baden-Baden, 1992.

³ Höpner, M. y Jackson, G. p. 9, *An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance*, MIPIG Discussion Paper 01/4, 2001.

⁴ Raaijmakers, T. pp. 15 y 19, *Takeover Regulation in Europe and America: The Need for Functional Convergence*, A.P.E. Working Paper Nº 01/07, 2001.

En una OPA confluyen distintos grupos de interés, desde las partes principales involucradas a grupos anexos, como bancos de inversión o los trabajadores de la compañía objetivo. El oferente, que pretende adquirir el control, está interesado en obtener el máximo de rendimiento con el mínimo de inversión. Los accionistas mayoritarios de la sociedad objetivo de la OPA quieren ser los únicos receptores de la prima por el control. Los minoritarios, en cambio, pretenden compartir esa prima y no sufrir las malas consecuencias del cambio de control⁵. La autoridad encargada de regular las OPAs en los distintos ordenamientos puede optar entre diferentes variables. Las opciones seguidas no deben buscar la satisfacción de los intereses de alguno de los grupos mencionados, sino más bien aumentar el bienestar de la sociedad en general.

Para analizar la regulación sobre OPAs existentes en un determinado ordenamiento jurídico es necesario entender los efectos económicos de éstas. Las teorías sobre la eficiencia o ineficiencia de este instrumento para obtener el control de una sociedad son indispensables al decidir sobre los puntos fundamentales de una legislación sobre OPAs y son la base de las normas ya existentes. El fundamento de normas como hacer a las OPAs mandatorias siempre que se busca obtener el control de una sociedad, exigir ofertas por el total o sólo una determinada parte de las acciones, prorratear en caso de exceso de demanda en OPAs parciales, autorizar solamente contraprestaciones en dinero, permitir la existencia de mecanismos de defensa contra OPAs dentro de una sociedad u obligar a los accionistas minoritarios a vender cuando el oferente logra un determinado porcentaje de las acciones, se encuentra en las teorías económicas sobre las OPAs.

B. TEORIAS ECONOMICAS SOBRE LAS OPAS

I. Hipótesis sobre la eficiencia del mercado de control corporativo

Esta es la posición tradicional adoptada por la escuela de Chicago⁶, con la concepción que, a través del mecanismo de precios, el mercado ubicará siempre los recursos en la forma más eficiente. Esto es, en manos de los que les asignan un valor mayor a cada uno de ellos.

⁵ Polo, M. pp. 383 y 384, *Ofertas públicas de adquisición, en curso de bolsa y mercados financieros*, libro de texto, Barcelona: Ariel Economía, 2001.

⁶ Burkart, M. p. 35, "Economics of Takeover Regulation", Stockholm Institute of Transition Economics (SITE) Staff Papers, Nº 6, diciembre 1999.

Esta teoría postula que las OPAs tienen un resultado positivo pues abren un camino para dar a los accionistas un valor más alto para su inversión⁷. Esto ocurre por la reducción del costo de agencia y por los efectos sinérgicos que conlleva una OPA.

1. Reducción del costo de agencia

En la mayoría de las sociedades que se transan públicamente, fruto de la atomización de la propiedad, existe una separación entre el grupo que es dueño de la sociedad (accionistas) y el grupo que ejerce el control de la misma (administración)⁸. La administración es la que decide respecto de los activos de la compañía, pero son los accionistas quienes cargan con el riesgo de estas decisiones. El interés de los accionistas es básicamente que la compañía incremente su valor. La administración tiene diferentes intereses privados, como un incremento en su remuneración, condiciones de trabajo, prestigio, etc. Una vía para hacer actuar a la administración en el interés de los accionistas es la existencia de un afiado mercado de control corporativo (market for corporate control). Si una sociedad no se está desempeñando bien, producto de malas decisiones del grupo administración, el valor de sus acciones en el mercado tenderá a disminuir. Los accionistas responden al pobre manejo de la administración vendiendo sus acciones y abandonando la sociedad. Un potencial oferente, con la confianza de ser capaz de manejar la compañía de forma más eficiente, se interesará en tomar el control de ésta (OPA) y la actual e improductiva administración corre el riesgo de ser despedida⁹.

Esta figura promueve una eficiencia en la asignación de recursos por dos vías:

- Ex-post: Las OPAs son medios para reemplazar la administración existente, que es menos competente o no actúa en el interés de los accionistas.
- Ex-ante: La mera posibilidad de una OPA aumenta la eficiencia mientras disciplina a la administración, induciéndolos a actuar en el interés de los accionistas.

⁷ Mertens, H-J. Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?, A.G. 6/1990, 252-259.

⁸ Berle, A. y Means, G. C. The Modern Corporation and Private Property, textbook, New York, 1956.

⁹ Manne, H. "Mergers and the Market for Corporate Control", Journal of Political Economy, 73: 110-120, 1965.

Desde este punto de vista, el control de una sociedad se ve como un bien susceptible de ser avaluado y que es transado en un activo mercado especial, el mercado de control. Así, las empresas que combinan capital y trabajo en la producción de commodities se transforman a su vez en commodities¹⁰. Existe una correlación positiva entre una administración eficaz y el precio de las acciones de su compañía. Un bajo precio facilita cualquier esfuerzo de otro grupo de administración para asumir estas bien remuneradas posiciones. El mercado de control corporativo confiere a los accionistas al mismo tiempo poder y protección¹¹.

Este efecto de las OPAs ha sido descrito como una destrucción constructiva basada en las fuerzas autocurativas del mercado¹². La dirección de una empresa no está basada en la tradición, sino que está sujeta a permanente cambio. Esta constante revisión crítica acerca de las estrategias y la conformación de la cartera de inversiones es una condición necesaria para el éxito de una empresa. Si este proceso autocurativo es deformado por un tiempo prolongado, las empresas pueden ser conducidas a una crisis mayúscula.

Un caso típico en el cual la administración persigue sus propios fines a expensas de los accionistas, fruto de una deficiencia en los mecanismos de control, es cuando la empresa genera un alto flujo de caja libre (free cash flow)¹³. Flujo de caja libre es aquél que se genera en exceso de lo necesario para financiar todos los proyectos existentes con valor presente positivo. En estas situaciones la administración podría destinar estas utilidades a malas inversiones (proceso conocido como empire building), en lugar de distribuirlas entre los accionistas. El efecto disciplinario de las OPAs incide en este problema de sobreinversión (over-investment) al eliminar capacidades excesivas, reducir inversiones despilfarradoras o revertir adquisiciones previas que han demostrado no rendir frutos. Con un mercado de control operativo, la administración buscará aumentar los retornos del capital, ya que arriesgan sus puestos de trabajo si las acciones de la compañía presentan un bajo rendimiento¹⁴. Algunos economistas han analizado el problema de la sobreinversión desde un punto de vista ex-ante como una vía de explicar la existencia de las OPAs¹⁵. Ellos sostienen que es el proyecto de

¹⁰ Höpner, M. and Jackson, G. *versupra* 3.

¹¹ Manne, H. *ver supra* 9.

¹² Kessel, B. p. 11, *Leverage Buy-Out der Aktiengesellschaft, ein interdisziplinärer Ansatz*, textbook, Frankfurt am Main [u.a.]: Lang, c. 1998.

¹³ Jensen, M. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 659-665, 1976.

¹⁴ Höpner, M. y Jackson, G. p. 9, *ver supra* 3.

¹⁵ Knoll, H.-C. *ver supra* 2.

“empire building” lo que motiva a la administración a decidirse por la toma de control de otra empresa. Como la administración tiene la posibilidad de actuar en su propio beneficio usando el dinero de otras personas, ella podría preferir estimular el crecimiento de la empresa en tamaño en lugar de en valor. Esto encuentra su fundamento en que los beneficios personales para la administración tienden a crecer en empresas de mayor tamaño¹⁶. La sobreinversión tiene entonces una doble relación con las OPAs. La sobreinversión puede ser la causa de una OPA, así como una OPA puede causar sobreinversión. Sin embargo, es fácilmente observable que si la administración de la oferente está cayendo en sobreinversión, se pone a su vez bajo el riesgo de ser desplazada en una OPA.

Algunos autores inducen de los resultados de análisis empíricos que la baja rentabilidad no es el único factor que es tomado en cuenta al decidir sobre efectuar una OPA de una compañía. El tamaño de la compañía objetivo es otro factor muy importante¹⁷. Ellos argumentan que el tamaño disuade las OPAs, lo que es contrario a la hipótesis del mercado de control, pues el tamaño, en lugar de la eficiencia, será una estrategia de defensa viable. Otros autores, sin embargo, toman el ejemplo de mega-OPAs para probar que un tamaño absolutamente resistente a las OPAs no existe¹⁸. Ha habido casos en que el poder de los mercados financieros ha levantado recursos suficientes para solventar una OPA (leverage takeover) de un gigante por una compañía comparativamente pequeña¹⁹.

Otra crítica relevante, que se le ha hecho a la hipótesis de las OPAs como una vía de alinear los intereses de la administración con los de los accionistas, sostiene que la amenaza de OPA induce a la administración a sostener meramente una política de corto plazo. Los objetivos de largo y mediano plazo no son importantes, pues la administración está presionada a mostrar utilidades rápido, para no correr el riesgo de ser desplazada en una OPA²⁰. Hay estudios empíricos que parecen apoyar esta crítica. Sus resultados muestran que las empresas sin sistemas de protección contra OPAs no obtienen mejores resultados que aquellas con estos sistemas. Esto sugiere que la administración, en firmas protegidas contra OPAs, es disciplinada por otros mecanismos, como la ley²¹.

¹⁶ Georgen, M. y Renneboog, L. pp. 16-17, Shareholder wealth effects in large European takeover bids, 4 febrero 2002.

¹⁷ Burkart, M. *versupra* 5.

¹⁸ Krause, H. pp. 104, Das obligatorische Übernahmeangebot, libro de texto, Baden-Baden, Nomos-Verl.-Ges., 1996.

¹⁹ Höpfner, M. y Jackson, G. *ver supra* 3.

²⁰ Mertens, H.-J. *ver supra* 7.

²¹ Rose, C. “Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses”, *European Journal of Law and Economics*, Vol. 13 Nº 2, 91-118, 2002.

Una crítica recurrente en contra del efecto disciplinario de las OPAs es que sus costos son muy elevados. Así, sólo errores mayores de administración serán castigados, especialmente si existen mecanismos alternativos para disciplinar a la administración con costos mucho menores²². Estos mecanismos pueden ser la participación activa de los accionistas, la regulación legal y la existencia de un mercado para gerentes. Se ha dicho que "una guerra de OPAs, debido al gran número de personas por pagar, es muy cara en comparación con una revolución de palacio"²³. En general, los costos y efectos disuasores de los diferentes mecanismos para disciplinar a la administración dependerán de varios factores: Número de directores externos, intervención de las instituciones reguladoras del estado, grado de concentración de la propiedad de la compañía y de relación entre los intereses de la administración con los de los accionistas. Las combinaciones de estas variables en las empresas existentes hacen de la OPA no el único ni el mejor, pero un muy importante mecanismo para alinear los intereses de la administración con los accionistas.

Como un ejemplo, podemos apuntar que una mayor proporción de altos ejecutivos (C.E.O.) son despedidos en Europa que en los EE.UU.; 33 % de los ejecutivos que perdieron su empleo en Europa en los años 1995, 1998, 2000 y 2001 lo hicieron por razones de desempeño, mientras que, de los separados de sus cargos en los EE.UU., sólo un 22% fue por mal desempeño²⁴. Vale decir, la participación activa de accionistas funciona mejor en Europa que en los EE.UU. como un mecanismo para disciplinar la administración. A contrario sensu, las OPAs son más necesarias en los EE.UU. que en Europa.

2. Efectos sinérgicos

El segundo grupo de argumentos, que sostiene que las OPAs llevan a resultados eficientes propone que la oferente tiene un interés especial en adquirir el control de la compañía objetivo debido a las potenciales ganancias de existir sinergías entre las dos empresas: el valor de ambas empresas juntas sería superior a la suma de las partes.

Las sinergias pueden ser divididas en operacionales y financieras. Se producen sinergias operacionales cuando: a) se dividen los costos fijos de producción por

²² Burkart, M. ver supra 5.

²³ Krause, H. pp. 96, ver supra 18.

²⁴ The Wall Street Journal Europe, 11 de julio 2002.

un mayor volumen (economías de escala), b) se ahorran costos de transacción (economías de integración) y c) se crea una administración común (economías de alcance). Las sinergias financieras ocurren si, por la diversificación de las carteras de inversiones, el riesgo total de las inversiones se reduce²⁵. La diversificación de las carteras reduce asimismo los costos financieros de transacción y los costos de quiebra y crea un mercado de capitales interno. Un ejemplo de la creación de un mercado de capitales interno es una empresa con alta liquidez, pero bajas posibilidades de nuevas inversiones, que adquiere una empresa de baja liquidez, pero sustanciales oportunidades de crecimiento. Sin embargo, existe evidencia que las empresas diversificadas requieren de los mercados de capitales externos de la misma manera que las empresas no diversificadas.

La gran cantidad de publicaciones sobre la materia es muy contradictoria sobre la verdadera existencia de ganancias por sinergias en las OPAs²⁶. Empero, la esperanza de posibles sinergias continúa siendo una buena explicación acerca de la razón del oferente para pagar un precio mayor que el de mercado para adquirir el control de una empresa. La prima por el control que el oferente está dispuesto a pagar a los accionistas de la compañía objetivo es un indicio de que el oferente avalúa la sociedad más que sus actuales accionistas. Posibles sinergias sirven para interpretar esta diferente apreciación del valor de la sociedad.

Si el motivo principal de las OPAs es la búsqueda de sinergias, los efectos de creación de bienestar de las OPAs deben ser positivos para ambas partes y la división del mayor valor creado dependerá de la capacidad de negociación de las partes. Hay una línea de estudios empíricos que corrobora esta hipótesis, según los cuales existe una correlación positiva entre las ganancias de las partes. Los mismos estudios, sin embargo, no han encontrado correlación entre las pérdidas. Esto sugiere que malas decisiones de la administración de la oferente son responsables por los malos resultados de algunas OPAs²⁷.

La prima de control puede ser también una señal de la intención del oferente de incrementar su cuota de mercado. Una OPA puede tener un efecto en la concentración de un determinado mercado, ya que facilita el crecimiento de empresas fuertes en recursos por la vía de comprar a la competencia²⁸. Esta actitud monopolística tendría como finalidad aumentar los precios a expensas de los consumidores. La hipótesis de la cuota de mercado postula que la prima de

²⁵ Krause, H. pp. 99-102, ver supra 18.

²⁶ Burkart, M. pp. 4-7, ver supra 5.

²⁷ Georgen, M. and Renneboog, L. pp. 16-18, ver supra 16.

²⁸ Mertens, H.-J., ver supra 7.

control no es más que una transferencia de bienestar desde los consumidores a los accionistas.

Es un hecho que existe una relación estrecha entre los tópicos de OPAs y monopolio. La protección de los intereses de los consumidores es un tema de la legislación antimonopólica que debe desarrollarse en paralelo a la regulación de OPAs, lo que no importa que todas las OPAs deben ser condenadas como monopólicas.

I. Teorías sobre resultados ineficientes de las OPAs

Desde la aparición de las OPAs se han levantado varios argumentos en su contra. Muchos de ellos sólo intentan demonizarlas como otro "loco resultado del capitalismo americano"²⁹. Esta tendencia usa argumentos como el miedo a perder la identidad nacional de ciertas empresas bajo las garras de los conglomerados internacionales³⁰, o el peligro de creación de grandes monopolios. Nos enfocaremos aquí en los argumentos que sostienen que las OPAs tienen un efecto negativo en el valor de la compañía objetivo, lo que afecta a sus accionistas.

1. Explotación

Un efecto normal cuando se presenta una OPA son las utilidades que obtienen los accionistas de la compañía objetivo que logran vender sus acciones. La diferencia entre el retorno de la realización de las acciones cuando existe una OPA con el retorno esperado si la OPA no existiera es generalmente grande. Esta diferencia es conocida como retorno anormal (abnormal return) de las acciones. Gran cantidad de estudios nos muestran un alto retorno anormal acumulado cerca de la fecha de la OPA³¹.

La teoría de la explotación postula que el oferente no cuenta con obtener utilidades a través de un aumento del valor de las acciones adquiridas en la OPA. Por supuesto que el oferente paga una prima alta en la OPA porque espera recibir un retorno aun mayor de su inversión. Pero este retorno se produce por la explotación de las personas relacionadas con la empresa, conocidos como stakeholders. Stakeholders de una empresa son sus accionistas (los que no

²⁹ "Irrwege des amerikanischen Kapitalismus" mencionado por Krause, H. p. 19, ver supra 18.

³⁰ Como el temor que el Mitsubishi Bank tiene fondos suficientes para comprar cualquier banco europeo, mencionado por Mertens, H.-J., ver supra 7.

³¹ Burkart, M. p. 4, ver supra 5.

vendieron en la OPA), trabajadores, proveedores, la comunidad que acoge a la empresa y otros³². Esta teoría sostiene que, una vez que el oferente obtiene el control de la sociedad, va a renegar de las relaciones preexistentes, explícitas e implícitas, sobre las que se sostiene la empresa, para apropiarse de las rentas de los stakeholders. Anticipando este incumplimiento, los accionistas con poder de negociación demandan un alto precio por sus acciones, la prima pagada en la OPA es "financiada" por estas transferencias post-adquisición. Víctimas potenciales de estas redistribuciones son: trabajadores, acreedores, consumidores, el fisco (que disminuye sus ingresos por impuestos), y especialmente los accionistas minoritarios que se mantienen en la compañía³³.

El nuevo controlador de la compañía tiene múltiples posibilidades para usar su poder para enriquecerse a costa de los minoritarios. Existen figuras extremas, normalmente ilegales, para que el controlador se apropie del patrimonio de la sociedad. Pero el controlador tiene también vías no criminales de hacer perder a la compañía para su propio beneficio. Las pérdidas (no en el sentido contable, sino que como mal negocio) van a ser sufridas por todos los accionistas, pero sólo el controlador se llevará los beneficios. Si el oferente tiene éxito con la OPA, va a tener acceso a patentes industriales, informe de nuevos proyectos, know-how, etc. El también podrá gestionar los contratos de la empresa para lograr todos los beneficios. Por ejemplo: manejando precios para favorecer a otras empresas de su propiedad. El controlador de una empresa es quien decide su política informacional, la presentación contable de las utilidades y, hasta cierto punto, qué parte de estas utilidades son repartidas a los accionistas vía dividendos. Con estas estrategias, el controlador puede molestar a los accionistas minoritarios hasta que le vendan sus acciones a bajo precio y dejen la empresa³⁴.

Esta teoría de la explotación de los stakeholders acepta que el oferente puede ser capaz de traer un aumento de valor a la empresa, pero agrega que es también capaz de excluir a los accionistas que se mantienen de una fracción de este aumento de valor. El capital extraordinario que se genera en la OPA no será ubicado totalmente en la sociedad que se compra, existe una posibilidad de desvío de recursos de regreso al nuevo controlador. Esto explica en parte, porqué usualmente el precio de mercado de las sociedades adquiridas en una OPA decrece al finalizar ésta. Esta disminución en el precio post-OPA no significa que el

³² Bebchuk, L. p. 8, "The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers", The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Nº 361, 5/2002.

³³ Burkart, M. p. 9, *versupra* 5.

³⁴ Krause, H. p. 105-106, *versupra* 18.

oferente ha pagado un precio muy alto por el control, sino que sus retornos por acción son mayores que los de los accionistas minoritarios que no vendieron.

En otras palabras, si el valor esperado de la compañía post-OPA se prorrateara entre todos los accionistas de ésta, sin que el controlador pueda apropiarse directamente de una proporción mayor de la que por sus acciones le correspondiere, no habría OPAs. La implementación de una OPA tendría un costo que el oferente no cubriría con los ingresos que espera obtener. Por lo tanto, si es que existen OPAs es porque el contexto regulatorio permite al controlador apropiarse de una parte de los derechos de los accionistas minoritarios³⁵.

Una explicación distinta fue descubierta por Hirshleifer y Titman. Ellos analizan el impacto en la OPA del caso en que el oferente detenta acciones de la compañía objetivo con anterioridad a la OPA. El patrimonio del oferente aumentará en este caso, incluso si no obtiene ganancias por las acciones compradas durante el proceso. Un inversionista que tiene previamente acciones de una compañía puede interesarse en realizar una OPA aun si no puede apropiarse de rentas de los demás accionistas³⁶.

La transferencia de patrimonio desde los stakeholders a los accionistas de la sociedad que lograron vender sus acciones en la OPA significa una gran parte de la prima pagada en la OPA y lleva a pérdidas en la eficiencia por la destrucción de la confianza existente. Los accionistas que no vendieron sus acciones se enfrentan al peligro de ser empujados fuera de la sociedad. Los stakeholders en general se enfrentan a un cambio en la distribución de los costos internos entre grupos. Los trabajadores, por ejemplo, pueden perder en renegociaciones de los convenios colectivos y racionalizaciones³⁷.

El gran problema con esta teoría es que todo accionista que está ejercitando el control de la compañía puede producir externalidades negativas para los accionistas minoritarios y otros stakeholders. No es necesario que se realice una OPA para que existan problemas de pérdida de confianza y explotación de stakeholders. Por otro lado, la discrecionalidad del controlador es limitada fuertemente por la regulación mandatoria y por el propio mercado. Los precios para las relaciones internas que sean fijados sin considerar los mercados no van a poder mantenerse en el tiempo.

³⁵ De la Bruslerie, H. y Daffains-Crapsky, C. p. 14, *Takeover Bids, Price Offer and Investor Protection*, 2001.

³⁶ Hirshleifer, D. y Titman S.: "Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids", *Journal of Political Economy*, abril 1990.

³⁷ Höpner, M. y Jackson, G. p. 11, ver supra 3.

2. Presión

Debido a la especial manera en que las OPAs están diseñadas, los accionistas de la compañía objetivo enfrentan un dilema (*dilemma situation*): Están obligados a tomar una decisión (vender o mantener sus acciones) en un breve período. El resultado de su decisión dependerá en gran medida de la de los demás accionistas, pues ella es colectiva. Lo que debe tenerse en cuenta es que los accionistas no pueden coordinarse, debido al gran número de ellos y al corto período de la oferta. En definitiva, el accionista venderá sus acciones para evitar el riesgo de quedar como minoritario en la sociedad con el oferente como controlador. Esta situación es conocida como el problema de la presión para vender (*pressure-to-tender problem*)³⁸.

Podemos ilustrar este problema basados en el modelo de Grossman y Hart³⁹: Considerando una sociedad con una estructura de propiedad atomizada, con un valor por acción de q bajo su actual administración y un valor de v si es administrada por el oferente. El oferente que obtiene el control en la OPA puede excluir a los accionistas minoritarios de una fracción f del aumento de valor que es capaz de lograr en la sociedad. Así, el valor de la sociedad post-OPA para los minoritarios es de $(v - f)$. En orden a obtener el control, el oferente presenta un precio de p para la OPA. Los accionistas atomizados sólo compararán el precio p con el valor de la sociedad para ellos después de la OPA $(v - f)$. Para $p > (v - f)$, ellos prefieren vender y la OPA será aceptada. El valor actual de la sociedad q no influirá en las decisiones de los accionistas. Esto es válido aun en ofertas por una parte y no el total de las acciones. Mantener las acciones en caso de una OPA parcial con $p > (v - f)$ no conlleva a los accionistas ningún beneficio y sólo los expone al riesgo de terminar como minoritarios bajo un controlador fuerte. En contraste, el accionista que acepta la oferta y vende sus acciones puede obtener el precio p por lo menos para algunas de sus acciones. Por lo tanto, la estrategia de vender es dominante ante la de mantener las acciones. En consecuencia cada accionista individual tiene un incentivo a vender y la OPA tendrá éxito, incluso en el caso que los accionistas como grupo sufran una pérdida (si $(v - f) < q$). La falta de coordinación entre los accionistas hace que prospere una oferta que disminuye el valor de la sociedad aun si cada uno de los accionistas preferiría que la oferta fracasase. Cada accionista va a vender porque su racionalidad individual

³⁸ Bebchuk, L. y Ferrel, A. p. 21, "Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers", NBER Working Paper Nº 7232, 1999.

³⁹ Grossman, S. y Hart, O. "Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11: 42-64, 1980.

lo lleva a protegerse de la desfavorable posición minoritaria⁴⁰. Al momento de tomar su decisión, cada accionista individual se da cuenta que su decisión no determinará el éxito o fracaso de la OPA. Por esto es que el accionista considera como escenario futuro al tomar su decisión, solamente el caso en que la OPA tiene éxito. Siempre que el valor esperado de la sociedad para los minoritarios (que equivale al precio de mercado de la acción post-OPA) es inferior al precio de la oferta, los accionistas van a sufrir una presión para vender. Como resultado, los accionistas pueden vender y por consiguiente una OPA tendrá éxito aun cuando la mayoría de ellos estimen que la OPA no produce un beneficio colectivo, pues las acciones tienen un valor actual mayor que el precio ofrecido⁴¹.

El hecho que puedan prosperar OPAs que disminuyen el valor de las empresas ocurre porque el accionista de la sociedad objetivo debe tomar dos decisiones en un mismo acto: Si prefiere que la OPA prospere o fracase y si prefiere vender o mantener sus acciones en caso que la OPA prospere. Separando la simultaneidad de estas dos decisiones al dejar el éxito de la OPA depender de una votación independiente de los accionistas, removería esta distorsión. Los accionistas podrían manifestar su opinión respecto de la OPA sin el temor de quedar ubicados en una desventajosa posición minoritaria. Si una mayoría acepta la OPA, los accionistas reacios mantienen la posibilidad de vender. En este caso, una OPA prosperará sólo si $p > q$; sólo las ofertas que aumenten el valor de la empresa obtendrán aprobación mayoritaria⁴².

Este caso de "dilema de los prisioneros" ha sido presentado mediante una matriz. Para estos efectos reducimos los accionistas de una sociedad a dos, A y B, cada uno de ellos tiene una acción de la compañía objetivo. El precio actual de la acción q en el mercado es 120. El precio ofrecido por cada acción en la OPA es 100. Si el oferente tiene éxito con su OPA, el precio de la acción para los minoritarios será de 80. Si A se decide por la alternativa de mantener su acción puede obtener el resultado más alto, como asimismo el riesgo de la mayor pérdida. Debido a que la alternativa "vender" le da el mismo retorno esperado, pero sin riesgo alguno, él se decidirá por la venta.

A; B	B mantiene	B vende
A mantiene	120;120	80;100
A vende	100;80	100;100

⁴⁰ Burkart, M. p. 25, ver supra 5.

⁴¹ Bebchuk, L. p. 8, ver supra 32.

⁴² Burkart, M. p. 25, ver supra 5.

Esta conclusión para un escenario de dos accionistas se mantiene en una situación con múltiples accionistas. En un caso múltiple, el dilema a que están sometidos los accionistas ejerce la misma presión para la venta. Debido a que el accionista por sí solo no puede tomar una decisión que detenga la OPA, él se decidirá por la opción que le entrega su máximo individual⁴³.

El oferente, según esta teoría de la presión, está interesado en la OPA, no porque puede aumentar el valor v de la empresa, sino porque obtendrá todos los beneficios del valor de la empresa, pagando un precio que es inferior al valor que actualmente tiene la acción para los accionistas.

Junto al problema de la presión para vender, pero en una dirección opuesta, encontramos el problema del oportunismo (*free-rider problem*) en las OPAs. En este caso el accionista contrasta un precio por acción en la OPA que es menor que el valor de la acción para los minoritarios en la sociedad post-OPA; $p < (v - f)$. Como resultado, los accionistas pueden elegir no vender sus acciones, a pesar de que ellos prefieren que la OPA tenga éxito⁴⁴.

Resumiendo, los problemas de decisión colectiva en las OPAs ocurren porque la decisión individual de venta de los accionistas puede diferir de lo que prefieran respecto al éxito de la OPA. Pero ellos están constreñidos a manifestarse simultáneamente sobre estos dos puntos: aceptar o no la OPA y vender o no sus acciones. El problema de oportunismo se presenta cuando, en el evento que la oferta prospere, los accionistas prefieren mantener sus acciones y recibir el valor post-OPA de la misma. Debido a esto, una OPA atractiva fracasa. El problema de la presión a vender se presenta cuando, en el evento que la oferta prospere, los accionistas prefieren vender, en vez que mantenerse como accionistas minoritarios en la sociedad. Debido a esto, una mala OPA tiene éxito⁴⁵.

C. CONCLUSION

Ambos grupos de argumentos presentados pueden ser sujeto de crítica, pero esto no significa que sean completamente erróneos. En general, podemos aceptar que existe cierta eficiencia asociada a las OPAs, como a cualquier otro contrato, pero es también cierto que el instrumento, por su especial diseño, puede ser usado en contra del interés de los accionistas minoritarios.

⁴³ Krause, H. pp. 108-113, ver *supra* 18.

⁴⁴ Grossman, S. y Hart, O. ver *supra* 39.

⁴⁵ Bebchuk, L. y Hart, O. pp. 22-23, "Takeover bids vs. Proxy fights in Contest for Corporate Control", The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion paper Nº 336, octubre 2001.

Al decidir el marco regulatorio de las OPAs, el desafío es producir normas que logren un balance óptimo entre ambos efectos. El objetivo de la protección de accionistas se interpreta como la prevención de las OPAs que disminuyen el valor de las empresas, produciendo una pérdida en los accionistas de la misma. Una OPA debe tener éxito sólo si la venta de las acciones presenta un valor de curso ascendente. Pero la prevención de las OPAs deficientes no es el único objetivo; mucha protección puede disuadir la aceptación de OPAs positivas. Una regulación eficiente debe prevenir las OPAs malas, sin disuadir las OPAs buenas⁴⁶.

La regulación sobre OPAs que encontramos en la mayoría de los países industrializados tiene dos objetivos fundamentales: La protección de intereses de los accionistas y la preservación del buen funcionamiento de los mercados⁴⁷. Estos objetivos han sido también mencionados en las respectivas discusiones legislativas. Por ejemplo, El órgano de autorregulación británico City Code señala que su propósito es "asegurar un tratamiento equitativo de todos los accionistas relacionados con la OPA"⁴⁸. La Comisión de la Unión Europea expone que el objetivo de su proyecto para una Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición es "entregar una protección equivalente a través de la Unión para los accionistas minoritarios de sociedades que hacen oferta pública de sus títulos, en caso de cambio en el control; y proveer de una guía mínima sobre la conducta de las partes en una OPA, especialmente respecto de la transparencia del procedimiento"⁴⁹; y en el reporte del Comité Asesor sobre OPAS de la S.E.C. americana (Securities Exchange Commission) de 1983, se menciona que "la regulación sobre OPAs no debe favorecer al oferente ni a la compañía objetivo, sino que lograr un balance razonable, mientras al mismo tiempo se protegen los intereses de los accionistas y la integridad y eficiencia de los mercados"⁵⁰.

El funcionamiento de los mercados de capital está directamente relacionado

⁴⁶ Burkart, M. p. 23, ver supra 5.

⁴⁷ Burkart, M. p. 17, ver supra 5.

⁴⁸ "To ensure fair and equal treatment of all shareholders in relation to takeovers". Burkart, M. p. 17, ver supra 5.

⁴⁹ "To provide an equivalent protection throughout the Union for minority shareholders of companies listed on the stock exchange in the event of a change in control and to provide for minimum guidelines for conduct of takeover bids, particularly as regards the transparency of the procedure". EU Commission, Proposed Takeovers Directive—Question and Answers, 03/07/2001.

⁵⁰ "Takeover regulation should not favor either the acquirer or the target company, but aim to achieve a reasonable balance while at the same time protecting the interests of shareholders and the integrity and efficiency of markets". Burkart, M. p. 18, ver supra 5, (US Securities Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers, Report of Recommendations (1983), XVI ff.).

con la protección que se le dé a los accionistas. Una regla que limita las oportunidades de ganancia del oferente, reduce a su vez la expectativa de los accionistas de obtener una prima por sus acciones y frena el funcionamiento del mercado de control corporativo. La administración no tendrá la amenaza de perder su trabajo en una OPA si no presenta buenos resultados. Una importante vía para reducir el costo de agencia derivado de la separación entre la propiedad de las empresas y su control estará perdida. Como consecuencia de la inexistencia de este mercado y de la baja posibilidad de obtener primas especiales por el control, el valor de las empresas disminuirá junto con el de las acciones. La disminución del valor de las acciones tiene un impacto directo en el costo del capital. Los inversionistas no van a estar dispuestos a poner su dinero en títulos de propiedad (acciones) sino más bien en títulos de deuda (bonos, depósitos). Los precios bajos de las acciones significan una reducción de las posibles vías de financiamiento de las empresas en el largo plazo. La administración de las empresas va a tener mayores dificultades para recoger financiamiento para sus proyectos. El valor y la profundidad de los mercados de capital aumenta en relación a la calidad de la protección legal de los inversionistas.

La experiencia corporativa de los EE.UU. nos grafica como actúa el mercado de control corporativo a través de los años: Durante la década de los 60 existió una gran tendencia a que las empresas buscaran una extensiva diversificación en áreas no relacionadas mediante fusiones y adquisiciones. Estas empresas altamente diversificadas fueron subapreciadas en forma creciente por los mercados accionarios a través de los años, el llamado "descuento a conglomerados" (conglomerate discount). Durante el gobierno de Ronald Reagan se produjo una combinación de mayor libertad en el régimen antimonopolios en conjunto con nuevas decisiones de la Corte Suprema e innovaciones en los mercados financieros, que aumentaron la oferta de capitales de alto riesgo (junk bonds), produciendo durante los años 80 una ola de OPAs sin precedente. Esta ola resultó en la desconglomeración de las empresas estadounidenses. Las empresas diversificadas (casos de sobreinversión) fueron sujeto de OPAs, divididas y vendidas en partes⁵¹. Hacia finales de los años 90 comenzó una nueva etapa, en la que se ve a la OPA como un abuso de los mercados financieros, que no produce un beneficio social y que está meramente destinada a repartir altos beneficios a algunas partes involucradas en la operación. Varios escándalos financieros en que se han visto involucrados bancos de inversión y empresas de auditoría influyen en la decisión de re-regular

⁵¹ Höpfner, M. y Jackson, G. p. 10, ver supra 3.

los mercados de capitales, lo que puede llevar a una nueva sobre-escasez de financiamiento cuando se reactive la economía mundial⁵².

D. BIBLIOGRAFIA

Bebchuk, Lucian Arye, "The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers", The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Nº 361, 5/2002.

Bebchuk, Lucian Arye y Ferrel, Allen, "Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers", NBER Working Paper Nº 7232, 1999.

Bebchuk, Lucian y Hart, Oliver, "Takeover bids vs. Proxy fights in Contest for Corporate Control", The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion paper Nº 336, octubre 2001.

Berle, Adolf y Means, Gardiner. C., *The Modern Corporation and Private Property*, textbook, 18. print, New York, Macmillan, 1956.

Burkart, Mike. *Economics of Takeover Regulation*, Stockholm Institute of Transition Economics (SITE) Staff Papers, Nº 6, diciembre 1999.

De la Bruslerie, Hubert y Deffains-Crapsky, Catherine, *Takeover Bids, Price Offer and Investor Protection*, 2001.

Georgen, Mark y Renneboog, Luc, *Shareholder wealth effects in large European takeover bids*, working paper, pp. 16-17, 4 febrero 2002.

Grossman, Sanford J. y Hart, Oliver, "Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11: 42-64, 1980.

Hirshleifer, David y Titman, Sheridan, "Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids", *Journal of Political Economy*, 98:295-324, abril 1990.

Höpner, Martin y Jackson, Gregory, *An "Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance"*, MIPIfG Discussion Paper 01/4, 2001.

Jensen, Michael C. y Meckling, William H., "Theory of the Firm", *Journal of Financial Economics*, 305-360, 1976.

Jensen, Michael C., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 659-665, 1976.

⁵² The Economist, "Investment banks, The price of atonement", 14 de noviembre 2002.

Kessel, Bernd, p. 11, *Leverage Buy-Out der Aktiengesellschaft, ein interdisziplinärer Ansatz*, textbook, Frankfurt am Main [u.a.]: Lang, c 1998.

Knoll, Heinz-Christian, *Die Übernahme von Kapitalgesellschaften*, textbook, Baden-Baden, Nomos-Verl.-Ges., 1992.

Krause, Hartmut, *Das obligatorische Übernahmeangebot*, textbook, Baden-Baden, Nomos-Verl.-Ges., 1996.

Manne, Henry, "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73: 110-120, 1965.

Mertens, Hans-Joachim, "Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?", *Die AktienGesellschaft, A.G.* 6/1990, 252-259, 1990.

Polo, Marco, *Ofertas Públicas de Adquisición*, en *Curso de bolsa y mercados financieros*, libro de texto, Barcelona: Ariel Economía, 2001.

Raaijmakers, Theo., "Takeover Regulation in Europe and America: The Need for Functional Convergence", A.P.F. Working Paper Nº 01/07, 2001.

Rose, Caspar, "Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses", *European Journal of Law and Economics*, Vol. 13 Nº 2, 91-118, 2002.