

**UNIVERSIDAD DEL CEMA**

**MAESTRÍA EN FINANZAS**

Orientación Aspectos Legales de las Finanzas

**TRABAJO FINAL**

**Responsabilidad de los administradores de la sociedad “target”,  
frente a una Oferta Pública de Adquisición y  
validez de las cláusulas de “No- talk”, “No- shop”.**

---

Ramiro J. Gómez Barinaga

## I. RESUMEN.

Los diferentes métodos de financiación de las empresas mediante el acceso al mercado de capitales ha generado la separación entre propiedad y gobierno de dichas sociedades, en especial en aquellos mercados de capitales con un alto nivel de dispersión de capital. La dispersión de accionistas en las grandes corporaciones y su propensión al absentismo y al desentendimiento de los asuntos sociales conlleva a que los administradores sean los que controlen las decisiones de inversión y financiamiento de la firma.

Estas facultades del *management* de una sociedad cotizante, genera, entre otros, posibles conflictos de intereses entre el *management* y los accionistas de la sociedad. Dentro de las facultades otorgadas al *management* encontramos aquellas de rechazar con mecanismos defensivos, o de favorecer con cláusulas protectivas, una oferta pública de adquisición sobre las acciones de la sociedad target, lanzada por un accionista o un tercero. El ejercicio de estas facultades se encuentra íntimamente vinculado con los deberes fiduciarios de los administradores de la sociedad target hacia sus accionistas.

Entre las acciones tendientes a “proteger” una oferta pública de adquisición, encontramos el otorgamiento de cláusulas denominadas “*No-talk*” y “*No-shop*”, cuya aceptación y validez han sido ampliamente discutidas en el derecho comparado, y más específicamente en el derecho americano.

El propósito de este trabajo consiste en analizar los deberes fiduciarios de los administradores de una sociedad target en el marco de una oferta pública de adquisición, así como su facultad de otorgar cláusulas protectivas de “*No-shop*” y “*No-talk*” y su validez en el derecho patrio.

## II. GOBIERNO CORPORATIVO.

En los diferentes estadios en la vida de una sociedad, cuando la misma concurre al mercado de capitales para obtener recursos para su financiamiento, con la consiguiente emisión de acciones de la sociedad y la adquisición de dichas acciones por parte del público inversor, surge un nuevo paradigma: la separación entre gobierno y propiedad. Mas aún en aquellos mercados de capitales con un amplio nivel de dispersión de capital.

La preocupación por controlar el gobierno de las sociedades tiene su fuente principal e histórica en la estructura de gestión de la *corporation* estadounidense donde el “*board of directors*” cuenta con facultades de administración impensadas en el derecho argentino. En efecto, el “*board*” –como órgano de gestión- puede realizar en dichas sociedades una serie de actos trascendentes para la vida social sin que para ello sea necesaria la previa autorización de los accionistas. Como ejemplo de estas amplísimas facultades podrían citarse, entre otras, el pago de dividendos y honorarios, la aprobación de los estados contables, enajenación de las acciones propias (“*treasury stocks*” – acciones de la sociedad adquiridas por la propia sociedad para su atesoramiento) y el aumento del capital social dentro de las cifras autorizadas y la fijación del precio de suscripción. De ello se concluye que efectivamente el “*board of directors*” de la *corporation* estadounidense es un órgano de gestión con amplísimas facultades de gobierno. Por ello, la fiscalización del órgano de administración social, o si se quiere, el hoy conocido gobierno corporativo, tuvo su máximo exponente en el derecho de las “*corporations*” cotizadas estadounidenses donde la separación entre gobierno y propiedad se manifiesta con mayor fuerza y plenitud. Desde este país los principios del gobierno corporativo se propagaron al resto del mundo civilizado, incluso, a países que, aún sin compartir las características jurídicas propias de la “*corporation*”, tienen en común que el órgano de administración cumple la doble función de gestión

corporativa y fiscalización de gestión. Un ejemplo claro de ello es el código de buenas prácticas de gobierno corporativo del Reino de España, conocido como Código Olivencia.

El profesor y catedrático Manuel Olivencia Ruiz, quien planteó el Código de Buenas Prácticas del Reino de España desde la perspectiva de la ética de los negocios, en el informe al proyectado código expresó que el *buen gobierno de las sociedades reclama una clara definición de los fines que debe perseguir la administración de la sociedad. Por ello, recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente como objetivo que debe presidir la actuación del consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo en una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista.*

El concepto de “gobierno corporativo” parece ser una preocupación creciente entre académicos, profesionales, legisladores y accionistas de compañías. Esto no es de sorprender ya que el gobierno corporativo, por el momento, está relacionado con la propiedad y el control, incentivos y responsabilidad, modelos de conducción y desempeño del *management* de la sociedad, contratos incompletos y problemas vinculados al mandato del *management* de la sociedad. Es de amplio conocimiento que la ley puede colaborar en el control de los problemas vinculados con dicho mandato, protegiendo a los accionistas minoritarios e inversores externos contra la expropiación de la riqueza por parte de personas vinculadas a la compañía. Un estudio empírico efectuado por La Porte, De Silanes, et al (1998 y 1999) demostró que la Argentina, aunque pertenezca a países con sistemas jurídicos que provienen de la legislación tradicional del derecho europeo continental, en temas de gobierno corporativo se comporta como si fuera de uno de esos países con legislación tradicional del derecho anglosajón, en donde se encuentra mejor contemplada la protección de los inversores.

En Chile, al igual que en Europa Continental y en Argentina, la estructura de propiedad corporativa se caracteriza por su enorme concentración, el principal propietario es habitualmente un grupo con intereses en una gran cantidad de compañías y en varios sectores de la economía. En estas circunstancias, surge un conflicto de intereses entre los accionistas controladores (o bloques de control) y los accionistas que no pertenecen a dicho grupo. Efectivamente, han existido intentos altamente divulgados de extracción de renta de la sociedad cotizante por parte de los bloques de control, que han demostrado que dichas acciones son factibles y que los accionistas controladores de la compañía poseen el incentivo de participar en dichas acciones. Los conflictos de intereses entre los propietarios y los administradores tienden a ser de menor envergadura en compañías con una enorme estructura de propiedad concentrada que en aquellas con una amplia dispersión accionaria.

La literatura del gobierno corporativo se distingue entre cuatro “familias” de legislación corporativa: (i) los países con legislación anglosajona son aquellos que brindan la más alta protección para los accionistas. Como resultado de ello, han intentado desarrollar estructuras de propiedad corporativa “externas” con grados de concentración relativamente bajos; (ii) el sistema francés es el que posee el más bajo nivel de protección hacia el accionista; y (iii) el sistema alemán y el sistema escandinavo que se encuentran entre el sistema anglosajón y el sistema francés. Al igual que el resto de los países latinoamericanos, los sistemas jurídicos argentino y chileno tienen sus orígenes en el sistema jurídico francés, pero demuestran un sorprendente grado de protección para el inversor.

Hoy en día, ya nadie cuestiona que la transparencia en la gestión empresaria es un real conductor de valor que se plasma en el precio de las acciones de aquellas sociedades que muestran una decidida voluntad de acogerse a las recomendaciones de los códigos o a las normas de buenas prácticas de gobierno empresario. Se sostiene que la transparencia en la gestión crea valor para los accionistas y que el

mercado está dispuesto a pagar una mayor prima –mayor valor al precio de mercado- por ello.

Esta afirmación nos lleva a preguntarnos qué significa para nosotros gobierno corporativo. Aunque algunos autores han intentado identificar al “gobierno corporativo” con los deberes de lealtad y la diligencia de un buen hombre de negocios establecidos para los administradores y representantes de sociedades argentinas por la Ley de Sociedades Comerciales de la República Argentina, entendemos que “gobierno corporativo” implica un concepto más abarcativo.

Rodolfo Aprea nos enseña que el gobierno corporativo se refiere al campo de la enseñanza y de la práctica relacionado con el siguiente objeto: (i) estructura de la propiedad de la sociedad; (ii) acta constitutiva y estatutos de la sociedad; (iii) directores, síndicos y la distribución de derechos de control; (iv) deberes fiduciarios del administrador para con los propietarios de la sociedad y la distribución de los derechos para tomar decisiones; (v) cláusulas de protección para los acreedores, (vi) cambios en la composición del capital; (vii) conflictos de intereses entre los administradores, acreedores y propietarios; (viii) responsabilidad de los accionistas; (ix) las restricciones al presupuesto y el corto-placismo; (x) desempeño e incentivos de los administradores; (xi) producción de la información y su divulgación a los mercados y accionistas; (xii) el rol que desempeñan los seleccionadores de información; y (xiii) la ley nacional e internacional, su reglamentación y cumplimiento.

A los fines del presente trabajo nos interesan particularmente los aspectos del “gobierno corporativo” vinculados a los deberes fiduciarios del administrador para con los accionistas de la sociedad y los conflictos de intereses que se generan entre los administradores y accionistas de la firma; ambos en el marco de una oferta pública de adquisición. Si bien el comportamiento de los administradores de una sociedad deberá estar encaminado a obtener el mayor beneficio para la sociedad y por tanto

para sus accionistas, el lanzamiento de una oferta pública de adquisición por parte de un accionista o de un tercero, puede generar conflictos de intereses entre el *management* y los accionistas de la sociedad, en tanto la reorganización societaria puede afectar el equilibrio y los intereses de las partes en juego.

### III. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.

El principio de libre transmisión de las acciones constituye un aspecto esencial del mercado de valores, el cual sujeta y regula las distintas operaciones de compraventa que existen en el mismo. Sin embargo, el procedimiento de transmisión de acciones “en bloque” constituye uno de los aspectos más interesantes del mercado de capitales: el de las ofertas públicas de adquisición. Una oferta pública de adquisición o *tender offer*, es una oferta realizada al público para adquirir todo o parte de las acciones de una compañía que cotiza en bolsa -*sociedad target*- por una contraprestación determinada, en dinero o títulos. Se trata de una técnica o procedimiento de toma de control de una sociedad *target* por parte de otras sociedades o de personas físicas, ya sea que se trate de accionistas actuales de la sociedad *target*, o bien terceros, cuando advierten la posibilidad de generar valor en la compañía y realizar un buen negocio.

Un requisito esencial de este tipo de ofertas es que el precio ofrecido, generalmente supera el valor de mercado de las acciones de la sociedad *target*, como una condición necesaria para inducir a los accionistas a vender sus acciones. Por lo tanto, las Ofertas Públicas de Adquisición generalmente son una excelente noticia para los accionistas que se ven recompensados con un premio inesperado.

En un comienzo, las Ofertas Públicas de Adquisición eran consideradas como un mecanismo externo (a la sociedad y a sus accionistas) sancionatorio contra las compañías ineficientes o mal conducidas cuyas acciones se depreciaban y por tanto eran objeto de ofertas de compras en

el mercado por parte de oferentes que pensaban que cambiando el *management* o la política de la sociedad *target*, respecto de su estructura de capital, dividendos y/o financiamiento, generarían valor adicional para la compañía. Vista la experiencia norteamericana entre los años 1980-1989, la mayoría de la doctrina académica, así como los organismos oficiales -*Securities and Exchange Commission*-, contemplaron el fenómeno de las ofertas públicas de adquisición como un fenómeno positivo de supervisión de la gestión de los directivos de la sociedad *target*. Sin embargo, a medida que las tomas de control se fueron incrementando, tanto en frecuencia como en volumen, se comenzaron a advertir algunos problemas que las mismas provocaban: a) las ofertas públicas de adquisición estaban dirigidas mayormente a empresas con importantes niveles de liquidez, con lo que el *management* de estas empresas como una estrategia defensiva comenzó a incrementar el nivel de endeudamiento de las mismas. Esto llevó a aumentar el nivel de riesgo medio de las empresas y como consecuencia el nivel efectivo de insolvencia; b) las ofertas públicas de adquisición representaban una amenaza para el *management* de la sociedad *target*, que posiblemente se quedara sin fuente de trabajo una vez realizado el cambio de control. Ello hacía que el *management* de las sociedades orientaran las empresas hacia el corto plazo y perdieran de vista la política estratégica de la compañía a largo plazo; y c) en muchos casos las ofertas públicas carecían de justificación económica, o bien porque las primas que se pagaban eran excesivas o porque la empresa estaba bien administrada y el cambio de control no incrementaría su valor.

Estas circunstancias crearon en los Estados Unidos, un clima adverso a las Ofertas Públicas de Adquisición entre los directivos de las empresas, que facilitó la adopción generalizada de medidas defensivas frente a las tomas de control hostiles. Los directivos y el *management* de las corporaciones dispuestos a defender sus posiciones frente a cualquier toma de control, interna o externa, idearon una serie de medidas defensivas que han puesto claramente de manifiesto la contraposición de

sus intereses con los de los accionistas. Frente a estas situaciones, los directivos de las sociedades *target* argumentan que ellos protegen y defienden un proyecto empresarial determinado a largo plazo y la posibilidad de llevarlos a cabo. Las medidas defensivas pueden ser adoptadas por el *management* de la sociedad *target*, antes o después de lanzada la oferta pública de adquisición. Las medidas defensivas que se toman en forma anticipada, se conocen como tácticas preventivas y consisten generalmente en reformas estatutarias de la sociedad que espera ser objeto de una oferta hostil o que quiere prevenirse de ella, donde se introducen cláusulas que le dan al *management* la discrecionalidad necesaria para reaccionar frente a una oferta hostil o no “amigable”. Las tácticas posteriores al lanzamiento de la oferta pública de adquisición, son medidas que tienden a obstaculizar la oferta y hacerla fracasar. Se adjunta como Anexo I al presente, una breve descripción de los mecanismos defensivos más utilizados en los Estados Unidos.

Así también, ante el conocimiento por parte de los inversores de que el *management* de una sociedad *target* podría ejercer medidas defensivas ante una oferta pública de adquisición, los inversores comenzaron a solicitar cláusulas protectivas del “negocio” o de la oferta pública que realizarían, de modo tal de no desperdiciar tiempo y dinero en la realización de una oferta que luego sería ampliamente combatida por el *management* de la sociedad *target*. Por otra parte, los inversores que realicen una oferta pública de adquisición, querrán asegurarse que la sociedad *target* no abandonará la operación por una mejor oferta; y por lo tanto requerirán que se incluya en el convenio de adquisición cláusulas protectivas del “deal” para brindar alguna tranquilidad que la operación propuesta se llevará a cabo. Así se crearon e impusieron cláusulas protectivas, tales como los denominados “*No-shop*”, “*No-talk*” y “*Lock ups*”.

La necesidad de “proteger” una transacción por el deseo de llevarla a cabo es una consideración importante cuando se negocia la misma. Los

compradores no quieren servir como “impulsores” -*stalking horses*- de una mejor transacción y tampoco quieren gastar tiempo y esfuerzo sin procurar que la transacción se lleve a cabo. En tanto los vendedores quieren preservar la mayor flexibilidad posible para considerar ofertas alternativas para lograr la mejor transacción posible.

Esta necesidad de “proteger” la transacción ha dado lugar a numerosas formas de tratar que un tercero no “interrumpa” una transacción. Entre las diferentes cláusulas que pretenden proteger una transacción, encontramos las siguientes:

(i) cláusula de “*No-shop*”, que restringe la posibilidad del directorio y del *management* de la sociedad *target* de buscar intermediarios para obtener un mejor precio de venta al propuesto en la Oferta Pública de Adquisición; ya sea solicitando ofertas competidoras o transacciones alternativas. La cláusula de “*No-shop*” que prohíbe la búsqueda de terceros exige que la sociedad *target* suspenda cualquier combinación de negocios con otros posibles compradores u oferentes y se abstenga de buscar propuestas alternativas de adquisición;

(ii) cláusula de “*No-talk*”, que restringe la posibilidad del directorio y del *management* de la sociedad *target* de buscar intermediarios para obtener un mejor precio de venta al propuesto en la Oferta Pública de Adquisición o de discutir o negociar con un tercero otra oferta y restringe la posibilidad de brindar información a otros posibles compradores de la sociedad *target*; y

(iii) cláusula de “*lock out*” que prohíbe a la sociedad *target* de entrar en otra transacción similar con terceros por un período de tiempo determinado.

Este tipo de cláusulas son muy comunes en los Estados Unidos y la sociedad *target*, sólo en raras circunstancias en el marco de un convenio

de adquisición, insistirá en reservarse el derecho de buscar otros posibles oferentes o compradores. De todos modos, generalmente la cláusula de “*No-shop*” cederá ante la circunstancia de que un tercero realice una oferta que no fuera solicitada por la sociedad *target* (esta cláusula se denomina “*fiduciary out*”). En dicho caso, el directorio de la sociedad *target* podrá negociar y brindar información a ese tercero ofertante.

Debido a los deberes fiduciarios impuestos a los directores en las operaciones de Ofertas Públicas de Adquisición, el directorio de una sociedad *target* a menudo insiste en la inclusión de una cláusula de “*fiduciary out*”. Un “*fiduciary out*” es una excepción contemplada dentro de una cláusula de “*No-shop*” que permite que la sociedad *target* brinde información a un tercero oferente o se dedique a deliberar con éste bajo algunas o todas las condiciones que se detallan a continuación: (i) que la oferta del tercero no haya sido solicitada por la sociedad *target*, (ii) que la oferta del tercero sea una oferta escrita y de “buena fe”, (iii) que la oferta resulte ser una “mejor propuesta”, en la que se ofrezca un precio mayor y exista una prueba de capacidad económica del nuevo oferente para concretar la operación, (iv) que el tercero celebre un acuerdo de confidencialidad en términos sustancialmente similares a los contemplados en el convenio celebrado por el oferente inicial, (v) que el oferente inicial sea informado en cuanto a la oferta competidora, y (vi) que se le ofrezca al oferente inicial una oportunidad de equiparar cualquier otra oferta competidora. Luego de cumplir con las condiciones impuestas por su “*fiduciary-out*”, por lo general se le permite a la sociedad *target* dejar sin efecto el convenio de fusión celebrado con el oferente inicial y continuar con la posterior oferta más ventajosa.

En tal estado de cosas, uno de los aspectos que más debate causó es cuáles son las normas que regulan la capacidad de defensa y de reacción del *management* de una sociedad *target* frente al lanzamiento por parte de un tercero de una oferta pública de adquisición; o bien qué facultades tiene el *management* de una sociedad *target* de otorgar y suscribir en

nombre de la sociedad, cláusulas protectivas de una operación determinada sin violar sus deberes fiduciarios hacia los accionistas.

En tal sentido, se pueden distinguir cinco reglas o posturas con relación a este tema:

a) Pasividad pura: Esta postura limita en forma absoluta las medidas que los administradores pueden realizar una vez lanzada una oferta pública de adquisición. Se basa en que fomentaría la situación de conflicto de intereses entre el *management* y los accionistas y además que económicamente, las maniobras defensivas elevan los costos de las ofertas de adquisición y por lo tanto, para quienes consideran a éstas como transacciones que agregan valor, tienen un claro efecto negativo sobre la economía;

b) Pasividad atenuada: Bajo esta regla, el *management* podría involucrarse en aspectos limitados, como sería el de dar su opinión fundada sobre las razones por las cuales recomiendo a los accionistas aceptar o rechazar la oferta y la posibilidad de solicitar y/o negociar la realización de ofertas competidoras. Esto crearía un marco legal que permita un ambiente de “remate” o que al menos, favorezca y fomente un ambiente competitivo entre los distintos o potenciales interesados. El problema que esta regla tiene es que el segundo oferente tiene un indicador de precio que el primer oferente ha calculado, no sin antes incurrir en ciertos costos de monitoreo e investigación, que luego serán utilizados por el nuevo oferente. Este efecto “*free riding*” se vería agravado si el marco legal le otorga al *management* cierto tiempo para buscar otro comprador, con el peligro cierto de que este nuevo comprador disponga de información “no pública” que le provea el mismo *management*;

c) Reglamentación diferencial: Esta regla consistiría en diferenciar los distintos tipos de maniobras y los fines perseguidos con cada una y reglamentar la validez o invalidez de cada una de ellas;

d) Test de un propósito corporativo: Esta regla consiste en admitir las medidas defensivas, pero sujetarlas a un escrutinio judicial en el caso que cualquiera de dichas medidas sea objetada por accionistas de la sociedad, estableciendo un proceso por el cual sea el *management* el que tenga la carga de la prueba de que dichas medidas fueron adoptadas de buena fe y siguiendo un propósito corporativo y no para la mera defensa de sus propios intereses; y

e) Regla del “juicio de negocios”: Esta postura es claramente favorable al *management* puesto que establece que sus acciones no están sujetas a revisión judicial, excepto que el demandante demuestre que hubo manifiesta negligencia o culpa por parte de los administradores. Por tanto, el directorio o *management* tendrá cierta discrecionalidad en sus decisiones respecto de la sociedad.

Ante este esquema de posibilidades, debemos también preguntarnos ¿Cuál es el grado de discrecionalidad del *management* para ejercer este tipo de medidas? ¿Qué intereses tienen que estar orientados a proteger estas medidas? ¿Cómo es el impacto de estas cláusulas de protección en el marco de la transacción? ¿Los directores de la sociedad *target* han evaluado otras posibles ofertas o recién han comenzado las negociaciones para la venta? ¿Cuáles son las razones comerciales de la transacción protegida - estrategias a largo plazo o beneficios a corto plazo para los accionistas?

#### IV. DEBERES FIDUCIARIOS DEL DIRECTORIO FRENTE A UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN. EL CASO AMERICANO.

Como ya hemos explicado, aunque la Argentina sea un país cuyo sistema jurídico proviene de la legislación tradicional del derecho europeo continental, en temas de gobierno corporativo se ha adaptado a los principios establecidos por países con legislación tradicional del derecho anglosajón. Por tanto, para los fines de este trabajo resulta necesario indagar sobre el significado, contenido e interpretación que la doctrina y la jurisprudencia de un país como Estados Unidos, con vasto desarrollo y casuística en este tema, le otorgan a los deberes fiduciarios del directorio y del *management* de una sociedad *target* en el marco de una oferta pública de adquisición.

Estos lineamientos se centralizan primariamente en los deberes fiduciarios del directorio de una sociedad *target* conforme a la legislación del Estado de Delaware, Estados Unidos de Norteamérica. Ello, atento que la mayoría de los casos relacionados con el deber fiduciario han sido resueltos en tribunales del Estado de Delaware y, en operaciones en las cuales se aplican leyes de otros estados, los tribunales a menudo recurren al Estado de Delaware para obtener el “*case law*”.

En los Estados Unidos, uno de los modos de estructurar la adquisición del control de una compañía que cotiza en bolsa, es la realización de una oferta pública de adquisición seguida de un proceso de fusión. Como ya hemos dicho, una oferta pública de adquisición es una oferta realizada al público para adquirir todo o parte de las acciones de una compañía que cotiza en bolsa por una contraprestación determinada. A la oferta pública de adquisición comúnmente le sigue un proceso de fusión para adquirir las acciones remanentes, que por lo general están contemplados en acuerdos de fusión que se negocian antes del comienzo de la oferta pública de adquisición.

El “*board of directors*” de la *corporation* estadounidense es un órgano de gestión con amplísimas facultades de gobierno. Con dicho enfoque y a efectos de no obstaculizar las medidas y acciones del “*board of directors*”, las responsabilidades de los directores en el Estado de Delaware y en la mayoría de las jurisdicciones se mide principalmente por medio de la norma de “criterio de negocios” (*business judgment rule*), un principio que, excepto en circunstancias especiales, presume la conveniencia de las acciones de los directores a favor de la sociedad. En ese sentido, siempre que la decisión del directorio se pueda atribuir a un objetivo empresarial racional, los tribunales por lo general no llegarán a la conclusión de que los directores no han cumplido con sus deberes fiduciarios hacia los accionistas. La Corte Suprema del Estado de Delaware ha observado que, a fin de impugnar la presunción del criterio de negocios, el demandante debe efectivamente ofrecer pruebas que el directorio, para tomar su decisión no cumplió con los deberes fiduciarios de lealtad, buena fe y diligencia. Ahora bien, el *Court of Chancery* del Estado de Delaware determinó que la norma del criterio de negocios no se extiende a las instancias en las que los directores conciente y dolosamente *desatienden sus responsabilidades, adoptando una actitud de “no importar los riesgos” en cuanto a una decisión corporativa.*

Históricamente, en general, la obligación fiduciaria del *management* de la sociedad *target* y los directores, es actuar de buena fe, con la diligencia debida y lealtad, en lo que se cree que es en el mejor interés de la sociedad y sus accionistas.

El deber de lealtad exige que los directores no adopten medidas en las que prevalezca su propio interés por sobre los intereses de la sociedad. Como resultado de ello, si un director tiene un interés en una oferta pública de adquisición, ese director tiene la obligación de poner en conocimiento su interés y abstenerse de votar respecto de dicha operación y por lo general tampoco participa del debate vinculado con dicha operación. En el marco de una oferta pública de adquisición, los

miembros del *management* de la sociedad target que también cumplen funciones en el directorio de la sociedad target deben tener conocimiento de que su relación con el potencial comprador (por ejemplo, al negociar contratos de trabajo luego del cierre de la operación) podría provocar que un tribunal determine que estaban interesados en la operación.

El deber de lealtad exige que un director no pueda actuar sólo, o principalmente, siguiendo un propósito personal o que no esté relacionado con la compañía, como por ejemplo preservar su cargo como director o funcionario en la sociedad. Sin embargo, el tipo de interés propio del director que impide aplicar el *criterio de negocios* para juzgar sus acciones, no incluye el supuesto interés propio con el cual todo director en una situación de toma de control se enfrenta. La decisión del directorio no será impugnada exclusivamente porque posee el efecto colateral de aumentar el poder del *management* pertinente. En un reclamo basado en que el directorio tenía interés en la operación, la Corte Suprema del Estado de Delaware sostuvo que, sin prueba de deslealtad, no se puede impugnar la aplicación del principio de *criterio de negocios* a las decisiones del directorio. Por otra parte, el interés propio de un sólo director no deteriora la protección del criterio de negocios para una acción de directorio, salvo que “pudiera haber afectado la decisión colectiva del directorio”.

Además del deber de lealtad, los directores tienen la obligación de ser diligentes cuando actúan en nombre de la sociedad. Esto generalmente exige que los directores actúen sobre la base de información obtenida en el mercado y en el entendimiento que el director sabe inteligentemente los mejores intereses de la sociedad. Cuando los directores actúan de acuerdo con lo expuesto precedentemente, los tribunales generalmente se basan en una presunción judicial con referencia a la norma sobre “criterios de negocios” (*business judgment rule*) para someter a las determinaciones del directorio.

El criterio del *business judgment rule* para valorar las decisiones del directorio o del *management* de una compañía, es un criterio generalmente favorable a éstos siempre que la decisión se pueda atribuir a un criterio objetivo empresarial racional, otorgando al directorio y al *management* discrecionalidad respecto de sus decisiones. Sin embargo, en el marco de una oferta pública de adquisición, las decisiones tomadas por el directorio y el *management* de una sociedad *target* son a menudo escrutadas con standards más exigentes, según se trata a continuación:

El caso Revlon. Los deberes fiduciarios de los directores cambian drásticamente cuando la sociedad se compromete o tiene intención de comprometerse a realizar una operación de “cambio de control”. A tal efecto, se considera que usualmente se origina un “cambio de control” cuando se produce un movimiento respecto de la facultad de voto dentro de una sociedad, por parte de accionistas no influyentes en las decisiones de la compañía hacia el control de un único accionista o grupo de accionistas que influyen en las decisiones de la compañía; tal es el caso de una oferta pública de adquisición respecto de las acciones de una sociedad *target*.

La Corte Suprema del Estado de Delaware en el caso Revlon estableció que cuando resulta inevitable un cambio de control, los deberes de los directores cambian de proteger los intereses a largo plazo de la sociedad a asegurar que los accionistas que han cedido el control obtengan el mejor valor inmediato razonablemente disponible para sus acciones -*los deberes Revlon*-. En una situación en la que se encuentran implicados los deberes Revlon, generalmente el directorio debe “rematar” o de lo contrario “buscar intermediarios para obtener el mejor precio de venta” de las acciones de la sociedad *target*, lo cual puede tener lugar antes o después de firmado el convenio de adquisición.

Cuando la sociedad *target* ha entrado en el modo Revlon - se compromete o intenta realizar una operación de cambio de control-, el deber del

directorio es maximizar el valor actual de las acciones mediante la búsqueda de la mejor transacción para los accionistas. En el caso Revlon se enfatiza que el directorio debe cumplir con sus deberes en servicio de un objetivo específico: maximizar el valor de venta de la sociedad *target*, estableciendo los siguientes principios: (i) El directorio de la sociedad *target* tiene el derecho y la obligación de ejercer su mejor criterio de negocios a efectos de decidir entre las diferentes posibilidades de venta para maximizar el valor inmediato para los accionistas; y (ii) la obligación del directorio no es buscar la transacción hipotéticamente ideal, pero sí la mejor oferta disponible bajo las circunstancias del caso. En ese sentido, el directorio, en ejercicio de su criterio de negocios, está facultado y se le requiere que evalúe todos los aspectos de una oferta pública de adquisición.

En síntesis, de acuerdo al fallo Revlon, el papel que desempeñan los directores cambió de defensores del baluarte societario a rematadores, con la responsabilidad de obtener el mejor precio para los acciones en la venta de la compañía. De acuerdo con la Corte Suprema del Estado de Delaware, una vez que la compañía determina su venta, no existe amenaza para la política corporativa y su efectividad que proviene de un potencial cambio de control y, consecuentemente, toda la cuestión de las medidas defensivas corporativas se convierten en un debate. Una vez que la compañía se encuentra en el modo Revlon, el examen de cualquier medida defensiva se convierte en determinar si hay una respuesta razonable diseñada para maximizar el valor del accionista. El principio de maximización del valor de Revlon se aplica cuando se vende una compañía. El directorio debe ejercer sus deberes fiduciarios para obtener la mejor transacción disponible para los accionistas.

¿En qué momento generalmente aparece el modo Revlon? En el caso Time Warner, la Corte Suprema del Estado de Delaware explicó la doctrina Revlon de la siguiente manera: (i) de acuerdo con la ley de Delaware, existen dos circunstancias bajo las cuales se deben aplicar los Deberes Revlon. La primera es que la sociedad *target* inicie un activo proceso de

venta de sus acciones que implique la disolución de la misma y la segunda es que, en respuesta a una oferta de adquisición realizada por un oferente, la sociedad *target* abandona su estrategia de largo plazo y busca una oferta competidora u otra transacción alternativa que implique un desguace de la sociedad *target*. Contrario sensu, los Deberes de Revlon no se aplican cuando el directorio está evaluando aceptar o no la propuesta de adquisición, en una situación en que la sociedad *target* tiene planes estratégicos a largo plazo o cuando la transacción no deriva en un cambio de control de la sociedad *target*.

La Corte Suprema del Estado de Delaware especificó la obligación de los directores bajo circunstancias de una venta de control, de la siguiente manera: (i) debe ser diligente y atento al examinar críticamente la operación y las distintas ofertas públicas de adquisición; (ii) debe actuar de buena fe; (iii) debe obtener, y actuar con diligencia con respecto a toda información sustancial necesaria para comparar las dos ofertas y para determinar cuáles de dichas operaciones, o una operación alternativa, ofrecería el mejor valor razonablemente disponible para el accionista; y (iv) debe negociar activamente y de buena fe con ambos oferentes a dichos efectos.

Sin perjuicio de ello, también debe tenerse presente que como regla general un directorio no tiene la obligación fiduciaria de negociar con un oferente hostil o de vender la compañía por el sólo hecho de haber recibido una oferta pública de adquisición que supera el valor nominal de las acciones de la compañía. En el Estado de Delaware, los “Deberes Revlon” de buscar la mejor operación disponible surge exclusivamente si el directorio o el *management* pone a la compañía en venta o está proponiendo una operación o una reorganización comercial en virtud de la cual se disuelva la compañía. Fuera de esos casos, al menos en Delaware, el directorio tiene la prerrogativa de resistir una oferta de compra realizada por un tercero cuando la misma no fuera solicitada.

Sentados estos principios, nos queda por establecer el tratamiento que la doctrina y la jurisprudencia de los Estados Unidos le han dado a las cláusulas de “*No-talk*” y “*No-shop*”. La cláusula de “*No-shop*” que limita la posibilidad de la sociedad *target* de solicitar o buscar transacciones alternativas u ofertas competidoras han sido consideradas válidas por los Tribunales del Estado de Delaware. Se reconoció que restringir la posibilidad de que el directorio o el *management* de la sociedad *target* pudieran seducir a otros posibles oferentes o comenzar un “remate”, con el precio de la primera oferta como base, es perfectamente entendible cuando no necesario, si es que se pretende fomentar la buena fe en las transacciones comerciales. Ello siempre que se permita que el directorio de la sociedad *target* negocie con terceros que hayan realizado ofertas alternativas que no hayan sido buscadas o solicitadas por el directorio de la sociedad *target*. Si no, se estaría yendo contra la posibilidad del directorio de cumplir con sus obligaciones fiduciarias hacia los accionistas. Esta cláusula de “*No-shop*” de ningún modo impide a cualquier tercero interesado a realizar ofertas competidoras.

Mientras que una cláusula de “*No-shop*” puede ser respaldada por una decisión judicial en cuanto prohíbe a la sociedad *target* salir a buscar ofertas competidoras o hacer “shopping” con la sociedad *target*, sería raro que una cláusula de “*No-talk*” (sin una cláusula “*fiduciary-out*”) sea respaldada por la decisión de los tribunales. En el fallo ACE, el voto del Camarista Chandler expresamente dice: “las cláusulas de “*No-talk*” son problemáticas precisamente porque prohíben al directorio de la sociedad *target* cumplir con sus obligaciones fiduciarias frente a los accionistas de tomar una decisión informada sin siquiera considerar la posibilidad de negociar con otros oferentes y caracterizó a dicha cláusula como el equivalente a una “*ceguera legal que puede constituir un quebrantamiento a la obligación legal del directorio de la sociedad target respecto a su deber fiduciario con los accionistas*”. Esta cláusula de “*No-talk*” sólo sería respaldada por un tribunal en circunstancias en las que el directorio de la sociedad *target* haya explorado activamente el mercado, negociado con

varios oferentes en un ambiente competitivo y crea que la necesidad de cerrar la transacción requiere la finalización del proceso de ofertas. En el mismo fallo ACE se estableció que una cláusula restrictiva de “*No-talk*”, aún sin una cláusula de “*fiduciary-out*” es válida en un contexto en que la sociedad *target* persigue exclusivamente una fusión estratégica de largo plazo y en el caso que ella no se realizara, perseguiría mantener una política de independencia societaria. Por tanto, la Corte Suprema del Estado de Delaware ha reconocido la facultad del directorio de realizar acuerdos que “protejan” la transacción cuando la sociedad *target* persigue la realización de una determinada transacción estratégica.

Por otro lado, la doctrina estadounidense ha criticado la invalidez de las cláusulas de “*No-talk*” declaradas en ciertos casos por los tribunales de Delaware, argumentando que eso hace que las ofertas nunca tengan el mayor valor que oferente está dispuesto a ofertar, puesto que si no se tiene “asegurada” la transacción, cualquier oferente querrá guardarse la posibilidad de ofertar un mayor precio al de una posible oferta competidora.

Muchas cláusulas de “*No-talk*” también incluyen la obligación del directorio de la sociedad *target* de recomendar a los accionistas de la sociedad que aprueben o que acepten la transacción. Este tipo de cláusula ha sido rechazada por los tribunales del Estado de Delaware, puesto que la obligación contractual de recomendar una transacción no permitiría que el directorio de la sociedad *target* “retire” su recomendación si ya no creyera que dicha transacción deriva en el mejor interés de los accionistas. En dicho caso se sostuvo que cuando los directores de la sociedad *target* se comunican, pública o privadamente, con los accionistas sobre cuestiones corporativas, una condición *sine qua non* para cumplir con sus deberes fiduciarios, es la honestidad; por tanto recomendarles una transacción que no creen es en el mejor interés de los accionistas, los obligaría a incumplir con sus deberes fiduciarios.

La decisión de la Corte Suprema del Estado de Delaware en el caso *Omnicare* aclaró que los mecanismos para la protección del negocio – cláusulas de “No-talk”, “No-shop”- por lo general se encuentran sujetos a la revisión judicial a fin de asegurar que dichos mecanismos fueron adoptados por el directorio en respuesta a una amenaza que se haya observado y que cualquier protección del negocio requerida por un oferente no impide ofertas competitivas, no es coercitiva respecto de los accionistas de la sociedad *target* y no es irrazonable en dichas circunstancias.

En los autos *QVC Network, Inc. v. Paramount Communications Inc.*, QVC solicitó una orden que prohíba el uso de medidas defensivas, incluyendo una cláusula de “No-shop” que fuera aprobada por el directorio de Paramount y diseñada para facilitar una fusión entre Viacom y Paramount. El directorio de Paramount argumentó que la fusión estratégica entre Viacom y Paramount no disparaba los Deberes de Revlon del directorio de Paramount. Los directores dijeron que ellos no estaban obligados a abandonar una fusión estratégica de largo plazo en orden a maximizar el valor de los accionistas a corto plazo y que su decisión de recomendar la fusión con Viacom y mantener las medidas defensivas constituía derechos protegidos por el *business judgment rule*.

En virtud de los fallos mencionados, también surge la inquietud para los directores de la sociedad *target* de determinar hasta cuándo los directores deben seguir buscando ofertas para maximizar el valor para los accionistas y cuándo es el momento de cerrar una transacción después de haber cumplido con sus deberes fiduciarios. En tal sentido, en el caso *Fairchild Camera*, el actor alegó que los directores de Fairchild Camera incumplieron sus deberes fiduciarios de buena fe y debida diligencia, al no haber realizado un “remate” de la compañía y maximizar el valor a ser recibido por los accionistas. La Corte Suprema del Estado de Delaware sostuvo que los directores habían actuado de buena fe y que la obligación de los directores no es lograr el mayor valor posible, sino que

su obligación es tratar, de buena fe, de lograr la mejor transacción posible para sus accionistas; en tal sentido los directores no son “aseguradores”.

Habiendo determinado brevemente cuál es la postura de la doctrina y jurisprudencia americana respecto de las cláusulas de “No-talk”, “No-shop” y su relación con los deberes fiduciarios de los directores y el *management* de una sociedad *target* en el marco de una oferta pública de adquisición, veremos cuáles son los parámetros adoptados en la legislación argentina.

#### V. EL DEBER FIDUCIARIO DEL DIRECTORIO EN LA ARGENTINA. VALIDEZ DE LAS CLÁUSULAS DE “NO-TALK” “NO-SHOP”.

En la Argentina, hubo un cambio notable con respecto a la propiedad de los grupos extranjeros y los fondos de inversión. Mientras se enfrenta a cuestiones de gobierno, la Argentina ha estado actuando como si siguiera la legislación tradicional de los países del derecho anglosajón. El desarrollo de los mercados de capitales ha estado fomentando fuerzas contradictorias que podrían originar estructuras de gobierno alternativas en el futuro previsible.

Aunque en la Argentina las ofertas públicas de adquisición se realizaron en la mayoría de los casos en términos amigables, es nuestro deber establecer cuáles son los parámetros de conducta establecidos por la legislación argentina respecto de los deberes fiduciarios de los directores de una sociedad *target* en el marco de una oferta pública de adquisición y la validez de las cláusulas de “*No-talk*” “*No-shop*” en el derecho patrio.

En principio la Ley de Sociedades Comerciales establece que los administradores y los representantes de las sociedades deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios, estableciendo así un standard de conducta como pauta legal que permita al juez

establecer en el caso concreto la responsabilidad de los administradores y representantes en el desempeño de su cargo.

La noción de “buen hombre de negocios” establece una auténtica responsabilidad profesional, ya que implica capacidad técnica, experiencia y conocimientos. El deber de actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios va acompañado por el de obrar con lealtad, debiendo siempre proceder en la función administradora a favor del interés social y en el de todos sus accionistas.

Respecto de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones y/o títulos de deuda –*sociedades abiertas*–, las pautas generales establecidas por la Ley de Sociedades Comerciales fueron especificadas por el Decreto 677/01 de Transparencia y Mejores Prácticas para el Mercado de Capitales. Este Decreto establece la importancia de contar con adecuadas prácticas de gobierno corporativo y con un marco regulatorio que consagre jurídicamente principios tales como los de información plena, transparencia, eficiencia y trato igualitario entre inversores, entre otros. En este sentido, reafirma como principio rector de la actuación de los administradores de las sociedades abiertas, el interés social, precisado expresamente como el interés común de todos los accionistas, lo cual incluye, en el ámbito de las sociedades abiertas, la noción que en otros derechos –como el americano– es aludida en términos de *creación de valor para los accionistas*.

El Decreto 677/01 especifica el deber de lealtad y diligencia y ordena que los directores y administradores de las sociedades abiertas deberán: (i) hacer prevalecer, sin excepción el interés social de la sociedad abierta en la que ejercen su función y el interés común de todos los accionistas por sobre cualquier otro interés, incluso sobre el interés del o de los accionistas controlantes; (ii) abstenerse de procurar cualquier beneficio personal a cargo de la sociedad abierta que no sea la propia retribución por su función; y (iii) organizar e implementar sistemas y mecanismos

preventivos de protección del interés social, de modo de reducir el riesgo de conflicto de intereses permanentes u ocasionales en su relación personal con la sociedad abierta. Este deber se refiere en particular a actividades en competencia con la sociedad abierta, a la utilización o afectación de activos sociales, a la determinación de remuneraciones o a propuestas para las mismas, a la utilización de información no pública, al aprovechamiento de oportunidades de negocios en beneficio propio o de terceros y, en general, a toda situación que genere o pueda generar conflictos de intereses que afecten a la sociedad abierta.

Asimismo, deben entenderse incluidos dentro del deber de lealtad con que deben actuar los directores, los siguientes: (i) la prohibición de hacer uso de los activos sociales y la de hacer uso de cualquier información confidencial, con fines privados; (ii) la prohibición de aprovechar, o de permitir que otro aproveche, ya sea por acción o por omisión, las oportunidades de negocios de la sociedad; (iii) la obligación de ejercer sus facultades únicamente para los fines para los que la ley, el estatuto, la asamblea o el directorio se las hayan concedido; y (iv) la obligación de velar escrupulosamente para que su actuación nunca incurra en conflicto de intereses, directo o indirecto, con los de la sociedad abierta; incorporando un concepto de gran importancia en esta materia, y estipulando que en caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al director cuestionado.

Estas pautas y principios establecidos por el Decreto 677/01 son de gran importancia, puesto que completan los parámetros y standards de conducta establecidos por la Ley de Sociedades Comerciales, ampliando y especificando qué implican los deberes de lealtad y diligencia respecto de los directores y administradores de sociedades abiertas.

Ahora bien, respecto de los deberes fiduciarios de los directores y del *management* de la sociedad abierta en el marco de una oferta pública de adquisición, podemos decir que la legislación argentina, a través del

Decreto 677/01, responde a uno de los interrogantes planteados en este trabajo –normas que regulan la capacidad de defensa y de reacción del *management* de una sociedad *target* frente al lanzamiento de una oferta pública de adquisición- y se encuadra en el régimen que definiéramos como de Pasividad Atenuada. En tal sentido el Decreto 677/01 establece que *al órgano de administración de la sociedad le está vedado obstaculizar el normal desarrollo de una oferta pública de adquisición, a menos que se trate de la búsqueda de ofertas alternativas o haya recibido una autorización previa a tal efecto de la asamblea de accionistas durante el plazo de la oferta.*

En igual sentido, la Resolución General N° 401 de la Comisión Nacional de Valores establece que el directorio de la sociedad *target*, a partir de la publicación del anuncio de la oferta y hasta la publicación del resultado, el órgano de administración de la sociedad *target* se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios. En particular, El Directorio no podrá:

- a) Acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos negociables que den derecho a la suscripción o adquisición de aquellas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la asamblea de accionistas;
- b) Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar esta;
- c) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

El directorio de la sociedad *target* sólo deberá redactar un informe detallado sobre la oferta pública de adquisición que deberá contener: (i) sus observaciones a favor o en contra; (ii) su opinión sobre la razonabilidad del precio ofertado y efectuar una reconvención técnica sobre su aceptación o rechazo; (iii) informar cualquier decisión tomada, o que estuviese en estudio con posibilidades razonables de ser adoptada, que a juicio de los directores sea relevante, a los fines de la aceptación o rechazo de la oferta; y (iv) informar sobre la aceptación o rechazo que se propongan realizar de la oferta los directores y el *management* que a su vez sean accionistas de la sociedad *target*.

Como consecuencia de lo expuesto, resulta claro que el directorio y/o el *management* de la sociedad *target*, desde la publicación de la oferta pública de adquisición no podían tomar ninguna de las medidas defensivas posteriores a la oferta que fueran especificadas en el Anexo I al presente, salvo que: (i) se trate de la búsqueda de ofertas alternativas; o (ii) que haya recibido una autorización a tal efecto de la asamblea de accionistas durante el plazo de la oferta.

Respecto de la facultad del directorio y/o del *management* de una sociedad *target* de otorgar cláusulas protectivas de “*No-talk*” y “*No-shop*” y su validez en el derecho argentino, considero que: (i) si bien no existe la obligación legal del directorio de la sociedad *target* de salir a buscar mejores ofertas de ofertas alternativas, haciendo “shopping” con las acciones de la sociedad, sí existe como principio general y como mandato que los directores deben procurar la creación de valor para todos los accionistas que implica obtener el mejor precio posible para la venta de las acciones de la sociedad. Este criterio surge de la legislación argentina y de la interpretación otorgada a principios similares por la doctrina y jurisprudencia americana en el caso Revlon cuando la oferta pública de adquisición implica necesariamente el cambio de control de la sociedad *target* o la disolución de la misma; (ii) la posibilidad de buscar ofertas

competidoras es una facultad del directorio de la sociedad *target* para lo cual está autorizado aún cuando ya se haya publicado una oferta inicial y no cuente para ello con la autorización expresa de la asamblea de accionistas; (iii) la legislación argentina permite un “remate” de la sociedad *target*, o al menos favorece y fomenta un ambiente competitivo entre los distintos y potenciales interesados a través de la regulación del procedimiento para ofertas competidoras; y (iv) la obligación del directorio de buscar ofertas alternativas o competidoras se encuentra implícitamente incluido en el deber fiduciario del directorio de la sociedad *target*, o por lo menos que dicha posibilidad no sea restringida por el mismo directorio mediante el otorgante de una cláusula de “No-talk”, “No-shop”.

Por tanto, considero que si el directorio o el *management* de una sociedad *target* otorgan cláusulas de “No-talk” “No-shop”, ello implicaría una violación a los deberes fiduciarios impuestos por la legislación argentina.

## VI. CONCLUSIONES

Del estudio llevado a cabo respecto de los deberes fiduciarios del directorio y del *management* de una sociedad *target* en el marco de una oferta pública de adquisición tanto en la legislación comparada como en la legislación argentina; y de la valoración doctrinaria y jurisprudencial de los Estados Unidos de América respecto de la validez de las cláusulas protectoras de “No-talk” y “No-shop”, concluimos que:

1. El deber fiduciario de los directores y el *management* de una sociedad *target* en el marco de una oferta pública de adquisición se encuentra no sólo establecido a través de principios rectores como el de hacer prevalecer siempre el interés de todos los accionistas por sobre cualquier otro interés, inclusive el de los accionistas mayoritarios, sino que se establecen en forma clara y concreta las obligaciones del directorio que

deben considerarse incluidas dentro del deber de lealtad con el que deben actuar.

2. Respecto de las normas que regulan la capacidad de defensa y de reacción del directorio y del *management* de una sociedad *target* frente a una oferta pública de adquisición, el derecho patrio ha adherido a un esquema de Pasividad Atenuada, en virtud del cual no puede obstaculizar el normal desarrollo de la oferta y sólo puede involucrarse en aspectos limitados como (i) dar su opinión fundada sobre las razones por las cuales aconseja a los accionistas aceptar o rechazar la oferta y (ii) buscar ofertas competidoras. Este marco legal permite crear un ambiente de “remate” de las acciones de la sociedad *target*, tal como regula el Decreto 677/01 el procedimiento y desarrollo de ofertas competidoras.

3. El directorio y el *management* de una sociedad *target* en el marco de una oferta pública de adquisición no podrá tomar ninguna medida que obstaculice el normal desarrollo de la oferta. Por tanto desde la publicación de la oferta pública de adquisición no podrá realizar ninguna medida defensiva, tales como adquisiciones defensivas, lockups, manipulación de acciones, etc., excepto que haya sido autorizado a tal efecto por la asamblea de accionistas durante el plazo de la oferta o procure buscar ofertas competidoras o alternativas.

4. Si bien no existen en la Argentina antecedentes legales, doctrinarios ni jurisprudenciales que propugnen por la facultad del directorio de otorgar cláusulas protectivas de “No-talk” “No-shop” y su validez en el derecho argentino, entiendo que se encuentra implícitamente incluido dentro de los deberes fiduciarios del directorio y del *management* de la sociedad *target* frente a una oferta pública de adquisición, la obligación de buscar ofertas competidoras o alternativas que maximicen el precio de venta de las acciones, o al menos no limitar esta posibilidad. Por tanto, valorando los principios establecidos por la legislación nacional, considero que los tribunales argentinos razonablemente podrían declarar

que las cláusulas de “*No-talk*” “*No-shop*” resultan violatorias de los deberes fiduciarios del directorio de la sociedad *target* e inhibir la facultad del directorio y/o el *management* de la sociedad *target* de otorgar cláusulas protectivas de “*No-talk*” “*No-shop*”.

Sin perjuicio de ello, no podemos desconocer que los principios adoptados por la legislación nacional, en alguna medida ignoran la conveniencia de que el directorio de la sociedad *target* tenga la discrecionalidad para tomar medidas defensivas frente a una oferta pública de adquisición hostil y la sociedad *target* tenga proyectos estratégicos de largo plazo; o pueda otorgar cláusulas de “*No-talk*” “*No-shop*” cuando se encuentren frente a una transacción con un socio estratégico y que de no realizarse la misma conservaría una política de largo plazo. Frente a estas situaciones, sólo podría recomendar a los accionistas el rechazo de la oferta pública de adquisición.

5. No puedo considerar cumplido el propósito de este trabajo sin antes dejar planteados uno de los interrogantes que genera la interpretación de las normas nacionales respecto de los deberes fiduciarios de los directores. ¿Qué sucede con la prohibición que pesa sobre el directorio de la sociedad *target* de obstaculizar el normal desarrollo de una oferta pública de adquisición si, durante el plazo de la oferta una asamblea de accionistas lo autoriza a tomar medidas defensivas como proceder a la enajenación de inmuebles que constituyen un activo fundamental de la sociedad *target* y ello puede frustrar o perturbar la oferta?

Frente a este interrogante, tenemos por lo menos 2 cuestiones: (i) el directorio de la sociedad *target* tiene expresa prohibición de tomar dicha medida defensiva y la prohibición general de no obstaculizar el normal desarrollo de la oferta; (ii) pero por otro lado la asamblea de accionistas que lo autorizó expresamente a tomar dicha medida y en dicho caso cede la obligación de no obstaculizar el desarrollo normal de la oferta.

Ante este supuesto específico, entre otros que podrán plantearse, es de esperar que el desarrollo jurisprudencial futuro reafirme el principio de hacer prevalecer el interés de todos los accionistas por sobre cualquier otro interés, incluso el interés del o de los accionistas mayoritarios y no permita que el directorio de la sociedad *target* tome este tipo de medidas aunque ello fuere autorizado por la asamblea de accionistas. Ello puesto que la asamblea puede estar controlada por uno o más accionistas mayoritarios cuyos intereses no sean los mismos que el de la totalidad de los accionistas de la sociedad *target*.