

Responsabilidad de los directores de sociedades en casos de tomas de control, fusiones y adquisiciones en Estados Unidos.

Prof. Dr. Héctor José Miguens¹.

1.Advertencias preliminares. Terminología.

Bajo este título estudiamos el derecho de los Estados de los Estados Unidos de América que regula las cuestiones sobre la responsabilidad de los directores en casos de tomas de control, fusiones y adquisiciones de paquetes accionarios o partes de interés.

He procurado mantener fielmente los vocablos y expresiones típicas del derecho societario estadounidense en inglés para evitar confusiones y equivocas. En su caso he provisto su correspondiente explicación de los términos para los juristas de habla castellana.

Cuando hablo de derecho “norteamericano”, “americano” o “estadounidense” me refiero al derecho societario de los Estados Unidos de América, cuyas normas aplicables son principalmente estatales o locales aunque también –y en menor medida- federales, tanto de Common law en las sentencias, como derecho estatutario específico.

Cuando me refiero a “directores” me estoy refiriendo a los miembros del directorio del máximo nivel jerárquico de gobierno y administración societaria. Equivale a “directors” en el derecho societario norteamericano. En cambio, “officers” en este trabajo quiere decir los órganos societarios de administración subordinados a los directores, que en muchos países del derecho continental europeo equivalen a “gerentes” o jefes de área en la administración. Pueden ser órganos que estén a cargo de un comité, cuando éste no está presidido por un director. En cualquier caso he seguido la terminología jurídica norteamericana

¹ *Abogado* (Universidad Nacional de Buenos Aires), *Especialista en Sindicaturas Concursales* (Universidad Nacional de Tucumán), *Doctor en Derecho*, (Universidad de Navarra, España). Investigador Independiente del CONICET (*Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas*), Argentina. Profesor Asociado de Derecho Concursal, Facultad de Derecho, Universidad Austral, Buenos Aires, Argentina. www.austral.edu.ar Dirección postal: Vicente Lopez 1950, Planta Baja. C1128ACD – Buenos Aires, Argentina. Email: hmiguens@austral.edu.ar

para ser fiel a los conceptos. Por consiguiente a lo largo de todo este trabajo se designará a los "officers" como los miembros del staff administrador (subordinado) que no forman parte del directorio que gobierna la sociedad en su más alta jerarquía, todo esto siguiendo la terminología usual estadounidense, aunque muy pocas veces es definida expresamente. Por lo general el término "officer" suele designar a los mandos intermedios. Cuando exista una definición distinta a esta terminología lo haremos saber al lector. Esta terminología es similar a la que suele utilizarse en el derecho argentino, en el que los miembros del directorio son los máximos gobernantes y administradores de la sociedad y los gerentes –o funcionarios con otra denominación tales como jefes de departamento o jefes de área, oficiales, etc.- están asimilados a los "officers" norteamericanos. Conservaremos este último término inglés siempre que nos refiramos a ellos para evitar confusiones. Finalmente, en el derecho norteamericano se habla de "officials" o "employees" para designar a empleados de la sociedad que están jerárquicamente por debajo de los "officers", aunque pueden estar jerarquizados y tener funciones de mando.

En este trabajo "Director independiente" hace referencia al miembro del directorio de la sociedad que no está empleado por ella como director pero que participa de las reuniones del directorio y proporciona un asesoramiento independiente. También es llamado en la terminología de Estados Unidos "non-executive director", "independent director", "unaffiliated director" o "outside director" y se contrapone al "executive director", que sí tiene funciones de gobierno en el directorio². Por esta razón es usual que su trabajo sea independiente del gobierno societario, especialmente del gobierno en el "día a día", aunque se trate del máximo nivel de gobierno.

En este trabajo la expresión "Chief Executive Officer", (CEO por sus siglas en inglés) es la persona que ocupa el cargo de máxima autoridad y poder en una sociedad comercial y es responsable por el gobierno y administración de los negocios en el día a día, que dependan directamente del directorio. En los Estados Unidos (pero no en el Reino Unido) el CEO es frecuentemente el presidente del directorio³. No obstante esta precisión terminológica, debe destacarse que el CEO suele ser designado por el directorio, por lo que, a los ojos del derecho de un país continental europeo, puede parecer como de alguna manera subordinado al directorio.

He preferido reservar la palabra "gobierno" para la actividad referida a las normas generales de la máxima política empresarial y "administración" para la

² Cfr. Oxford Business English Dictionary, versión en CDRom y William E. Knepper / Dan A. Bailey (contributing authors Katharine B. Bowman, R. Stacy Lane & Robert L. Eblin), Liability of Corporate Officers and Directors, Seventh Edition, Lexis Nexis, (USA), 2008, Vol I, 1-43.

³ Cfr. Oxford Business English Dictionary, versión en CDRom.

actividad referida a la ejecución de tales disposiciones, aunque existen ordenamientos -como el español, por ejemplo- en el que se usa también la palabra "administrador" para lo que aquí entendemos por "director". Esta adopción se ha hecho para poner de relieve la preeminencia de las normas comentadas referidas a los directores, que son las más numerosas y las más importantes en trascendencia. Cuando exista alguna posibilidad de confusión lo aclararemos. No obstante ello es menester tener en cuenta que toda esta materia aquí tratada se refiere tanto a los directores como a los "officers", la mayoría de las veces en forma indistinta. En muchas oportunidades las sentencias declaran aplicables a los "officers" las normas propias de los "directors", por analogía.

El término "estatutes" ha sido traducido como "estatutos" o "normas estatutarias". Se refiere a cuerpos normativos societarios de carácter específico sancionados por muchos Estados de la Unión, que forman parte del plexo normativo conjuntamente con las sentencias judiciales. No deben ser confundidos con los Estatutos de las sociedades en los países de habla castellana.

Cuando me refiero al "gobierno", o al "gobierno societario" o al "gobierno corporativo", o "administración" nos estamos refiriendo a los negocios empresariales de la sociedad orientados a la consecución de su objeto social. No nos referimos estrictamente a negocios relacionados con la estructura jurídica-societaria de la sociedad.

Cuando sea necesario para aclarar un término propio del derecho de los Estados Unidos siempre brindaré el vocablo inglés.

He seguido la forma norteamericana de citar la doctrina y la jurisprudencia, a fin de asegurar la certeza y fiabilidad de la referencia. Esta forma de citar está tomada del AAVV. The Bluebook: A Uniform System of Citation. Harvard Law Review, etc. Cambridge, Mass. Harvard Law Review Association. 2004, aceptado en todo ese país, en el que se explican sus elementos, adonde remitimos al lector.

He preferido conservar el término "section", para referirme a las normas contenidas en estatutos normativos específicos, lo que equivale a "artículo" de nuestros ordenamientos, a fin de facilitar la búsqueda y localización de los mismos. Cuando existen incisos o párrafos los he indicado con un número precedido por un punto, como es usual en el sistema norteamericano. El símbolo § denota una "section".

Cuando no diga nada en contrario me estoy refiriendo al derecho societario en los Estados Unidos sobre el tema de este trabajo, con la indicación, en su caso, del Estado donde está vigente la norma comentada, ya que el derecho societario de este país por lo general no es federal sino estatal o local.

Respecto de la cita de los casos judiciales y atento a que existen aproximadamente unos 500 casos vigentes, he optado por citar -para una misma

cuestión o tema- sólo los más relevantes y los más recientes, que por lo general citan a su vez los anteriores sobre la misma cuestión. En cuanto a los casos más relevantes que destacan del resto por haber establecido alguna doctrina novedosa o haber concretado un criterio más general, he procurado hacer un análisis lo más profundo y pormenorizado posible, brindando al lector la cita del lugar donde puede ser hallado y brindando asimismo los comentarios de autores sobre cada caso. En la actualidad puede decirse que todos los casos judiciales pueden ser encontrados en las bases de datos electrónicas de LexisNexis, Heinonline y West Publishing.

En numerosas oportunidades los autores se refieren a “common law” como contrapuesto a “statute law”. En estos caso el primero se refiere al derecho al derecho emanado de las sentencias judiciales y se refieren al derecho estatutario al derecho emanado de estatutos específicos de cada Estado del país. El “federal law” puede incluir tanto el primero como el segundo, según el origen de la norma federal.

2.Introducción

El derecho local y federal de la responsabilidad de los directores de sociedades de los Estados en Estados Unidos tiene un notable desarrollo y específicamente en el tema de las tomas de control, fusiones y adquisiciones de sociedades en particular, especialmente desde mediados de la década de los ochenta del siglo pasado⁴.

⁴ Para una bibliografía básica sobre el tema de la responsabilidad de los directores en casos de tomas de control societario, fusiones y adquisiciones puede verse, entre otros: Atkins, M&A Today – Practical Thoughts for Directors and Deal-Makers, 60 Bus. Law. 1455 (2005); Bebchuk, Coates IV & Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy, 54 Stan. L. Rev. 887 (2002); Eisenberg, Mergers & Acquisitions Symposium: The Director’s Duty of Care in Negotiated Dispositions, 51 U. Miami L. Rev. 579 (1997); Eveson, Circling the Wagons: Has the Scope of the Duties of Bank Directors Faced with Bids for Acquisition Expanded?, 3 N. C. Banking Inst. 367 (1999); Gilson & Kraakman, Takeovers in the Boardroom: Burke Versus Shumpeter, 60 Bus. Law. 1419 (2005); Griffith, Deal Protection Provisions in the Last Period of Play, 71 Fordham L. Rev. 1899 (2003); Hammermesh, Doctrines and Markets: Premiums in Stock-For-Stock Mergers and Some Consequences in the Law of Director Fiduciary Duties, 152 U. Pa. L. Rev. 881 (2003); Hammermesh, Twenty Years After Smith v. Van Gorkom: An Essay on the Limits of Civil Liability of Corporate Directors and the Role of Shareholder Inspection Rights, 45 Wahburn L. J. 283 (2006); Haskins, Look Who’s Talking: Exploring No-Talk Provisions in Merger Agreements, 70 U. Cin. L. Rev. 1369 (2002); Henry, Note, Continuing Directors Provisions: The Next Generation Shareholder Rights Plans are Fair and Reasoned Responses to Hostile Takeover Measures, 79 B. U. L. Rev. 989 (1999); Kahan & Rock, Management and Control of the Modern Business Corporation: Executive Compensation & Takeovers: How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill, 69 U. Chi. L. Rev. 871 (2002);

3.El control societario

La frecuencia y la magnitud de los conflictos sobre el control societario virtualmente explotaron en Estados Unidos en la segunda parte de la década de 1980. En esa época en el caso *Norlin v. Rooney*⁵, el juez Irving R. Kaufman sucintamente describió la situación de las adquisiciones societarias (“mergers & acquisitions” (“M&A” como abreviadamente se lo conoce) como algo similar a un campo de batalla. En contraste, a mediados de los años noventa del siglo pasado la característica eran las transacciones amistosas que culminaron en alianzas estratégicas. No obstante, en ambos ambientes la exposición de los directores a la responsabilidad fue y puede seguir siendo alta.

Lipton, *Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks And The Continuing War*: 60 *Bus. Law.* 1369 (2005); Nesvold, *Going Private or Going for Gold: The Professional Responsibilities of the In-house Counsel During a Management Buyout*, 11 *Geo. J. Legal Ethics* 689 (1998); Lawrence A. Hamermesh, *Corporate Democracy And Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back The Street?*, 73 *Tul. L. Rev.* 409 (1998); Christopher M. Bruner, *Power And Purpose In The "Anglo-American" Corporation*, 50 *Va. J. Int'l L.* 579 (2010); Oesterle, *Mergers and Acquisitions: Revisiting the Anti-Takeover Fervor of the '80s through the Letter of Warren Buffett: Current Acquisition Practice is Clogged by Legal Flotsam from the Decade*, 19 *Cardozo L. Rev.* 565 (1997); Olsen, *The Fiduciary Duties of Insurgent Boards*, 47 *Bus. Law.* 1011 (1992); Sparks, *Merger and Acquisitions Symposium: Merger Agreements Under Delaware Law. When Can Directors Change their Minds?*, 51 *U. Miami L. Rev.* 815 (1997); Taylor, *"A Delicate Interplay": Resolving the Contract-Corporate Law Tension in Mergers*, 74 *Tul. L. Rev.* 561 (1999); Taylor, *When Good Mergers Go Bad: Controlling Corporate Managers Who Suffer a Change of Heart*, 37 *U. Rich. L. Rev.* 577 (2003); Thompson & Smith, *Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers*, 80 *Tex. L. Rev.* 261 (2001); Ware, *Note. Shareholders' Right to Review the Adoption and Continuation of a Takeover Defense Plan: Is the Fleming Decision Dead on Arrival?*, 2000 *U. Ill. L. Rev.* 1 1053 (2000); Karl F. Balz, *No-Shop Clauses*, 28 *Del. J. Corp. L.* 513 (2003); E. Norman Veasey, *The Roles of the Delaware Courts in Merger and Acquisition Litigation: Speech presented at the 4th Annual Mergers and Acquisitions Insight Information Co.: June 18, 2001*, 26 *Del. J. Corp. L.* 849 (2001); Subramanian, *Go-Shops v. No-Shops in Private Equity Deals: Evidence and Implications*, 63 *Bus. Law.* 729 (2008); Lawrence A. Cunningham, *Introduction To The Warren Buffett Symposium Papers*, 19 *Cardozo L. Rev.* 221, (1997); Rifkind, *Should Uninformed Shareholders be a Threat Justifying Defensive Action by Target Directors in Delaware?*, 78 *B. U. L. Rev.* 105 (1998); Edward F. Greene, *Regulatory And Legislative Responses To Takeover Activity In The 1980s: The United States And Europe*, 69 *Tex. L. Rev.* 1539, (1991). Robert Bruce Ajemian, *Note: Outside Directors And The Modified Business Judgment Rule In Hostile Takeovers: A New Test For Director Liability*, 62 *S. Cal. L. Rev.* 645 (1989). Park Mcginty, *Replacing Hostile Takeovers*, 144 *U. Pa. L. Rev.* 983 (1996); Lynn A. Stout, *The Mythical Benefits Of Shareholder Control* 93 *Va. L. Rev.* 789 (2007); Christopher Lacovara, *Note: Strange Creatures: A Hybrid Approach To Fiduciary Duty In Benefit Corporations*, *Colum. Bus. L. Rev.* 815 (2011); Regan, *Great Expectations? A Contract Law Analysis for Preclusive Corporate Lock-ups*, 21 *Cardozo L. Rev.* 1 (1999).

⁵ Cfr. *Norlin Corp. v. Rooney, Pace, Inc.*, 744 F.2d 255, 258 (2d Cir. 1984).

Por definición, los directores de la sociedad adquirida están íntimamente involucrados en un proceso de adquisición, ya que analizan y representan a la sociedad adquirente y a sus accionistas. Por ello frecuentemente se convierten ellos mismos en sujetos de conflicto cuando surgen insatisfacciones en dicho proceso. Estos potenciales accionantes pueden ser los accionistas de una o ambas sociedades, los oferentes, los acreedores y las entidades gubernamentales reguladoras de las operaciones.

Históricamente se han planteado litigios sobre materias como, por ejemplo: el modo como fue analizado, aceptado o defendido el interés de la sociedad versus las ofertas de tomas de control; la “sola o primaria intención” por parte del director de retener el control societario; si el directorio podía negarse a entregar el control contradiciendo la voluntad de los accionistas, fundado en la no conveniencia del mismo⁶; si esa negativa a aceptar una oferta puede constituir una violación de un deber fiduciario⁷; la existencia de un deber de oponerse a una toma de control cuando el directorio ha determinado que ella va en detrimento de los intereses de la sociedad y de sus accionistas⁸.

En este campo se plantea la vigencia o no de las reglas atinentes a la *Business Judgment Rule* de los directores, y en especial tres cuestiones: ¿actuó el director de buena fe?, ¿estaba personalmente desinteresado en la operación? y ¿era independiente? Así, por ejemplo, se ha dicho que el interés personal del director por mantener su cargo, evitando que personas ajenas a la sociedad puedan obtener el control de “su” sociedad, puede contaminar su objetividad a la hora de decidir sobre la oferta de adquisición⁹. Asimismo los conflictos de intereses tampoco se han resuelto totalmente mediante la designación de directores externos o también denominados “independientes” (directores que no ejercen tareas de gobierno), ya que en la práctica los jueces han puesto de manifiesto la típica actitud de la así llamada “lealtad” y la empatía que estos directores externos tienen para con sus colegas directores gobernantes¹⁰.

⁶ Cfr., por ejemplo, *Crouse-Hinds Co. v. InterNorth, Inc.*, 634 F. 2d 690 (2d Cir. 1980).

⁷ Cfr. *Pogostin v. Rice*, 480 A. 2d 619, 627 (Del. 1984), overruled in part, 746 A. 2d 244 (Del. 2000).

⁸ Cfr., por ejemplo, *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. v. Revlon, Inc.*, 501 A. 2d 1239 (Del. Ch. 1985), *aff'd sub nom. Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986).

⁹ Cfr. *Panter v. Marshall Field & Co.*, 646 F. 2d 271, 299 (7th Cir.), cert. denied, 454 U.S. 1092 (1981), en el que el juez disidente Cudahy sostuvo una limitada aplicación de la *Business Judgment Rule* a este tipo de casos, en los que al parecer se presenta en buen número situaciones de maniobras fraudulentas, mala fe y abuso de poder discrecional.

¹⁰ Cfr., por ejemplo, *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A. 2d 779, 787 (Del. 1981).

Sobre el tema han sido relevantes una serie de casos emblemáticos de la Corte Suprema de Delaware, especialmente a partir de 1985, en lo que se refiere al tema que estamos analizando. En estos casos se ha establecido, en términos generales, que: a) el directorio debe hacer una investigación completa y bien documentada antes de actuar; b) toda medida defensiva que adopte el directorio debe ser razonable en relación con la razonable amenaza de la oferta de adquisición; c) el directorio no debe interferir irrazonablemente con una oferta hostil abierta y moderada¹¹.

4. Causales de demandas

Una parte importante de las demandas de daños contra directores está constituida por la problemática de las fusiones y adquisiciones. Concretamente ella gira en torno a las siguientes cuestiones¹²:

4.1. Resistencia a una adquisición hostil

Los directores de una sociedad que se pretende adquirir que se resistan a ella pueden ser vulnerables al ataque judicial. Los accionistas descontentos típicamente alegan la violación de los deberes fiduciarios de los directores que se hayan resistido a la propuesta de adquisición al negar a los accionistas la oportunidad de vender sus acciones a un mayor precio de oferta. La Corte Suprema de Delaware ha adoptado orientaciones protectoras para los directores en este tipo de casos, cuyas transacciones tienen un importante caudal económico. Este tipo de casos son los más frecuentes y los de mayor entidad económica.

4.2. Aprobación de una adquisición amistosa

En estos casos los accionistas disconformes suelen demandar a los directores de una sociedad adquirida cuya compra han aprobado, alegando que éstos no han brindado suficiente información o que han “malvendido” la empresa por un precio menor que el justo. Estos casos son de menor cuantía que los anteriores y menos conflictivos.

4.3. Mala administración en casos de pre-adquisición

Una vez que la sociedad ha sido adquirida, los nuevos dueños pueden accionar contra el directorio anterior de la sociedad adquirida con fundamento en que la han administrado mal. Estos casos no son frecuentes puesto que, con carácter previo a la adquisición, el directorio de la adquirente ha decidido y

¹¹ Cfr. Knepper, Vol. I, 14-3/4.

¹² Ibidem.

realizado ordinaria y típicamente una compleja y completa operación de “*due diligence*” antes de decidir adquirirla.

4.4. Revelación de la operación societaria de adquisición o fusión

Los directores de la sociedad adquirida o incluso de la adquirente pueden igualmente ser sujeto pasivo de las acciones colectivas de responsabilidad por violación de los deberes fiduciarios por revelación (o no revelación) de la operación societaria de adquisición o fusión, o bien una revelación inapropiada, inexacta, incompleta, prematura o tardía o bien delictuosa o defectuosa de ella. La confidencialidad también puede ser un elemento relevante en orden a la juridicidad o antijuridicidad de la conducta adoptada por el directorio.

4.5. Mala administración de la propia adquisición

La propia adquisición puede ser mal llevada, especialmente cuando la adquisición ha sido fruto de un programa de diversificación de los negocios empresariales de la sociedad adquirente en cuyo directorio haya podido existir poca experiencia previa.

5. Decisión informada

Existen desde hace por lo menos dos décadas algunas decisiones trascendentes acerca de cuán informada debe ser la decisión del directorio de adquirir una empresa, especialmente de los primeros años de la década de 1980 en la que existió una verdadera “*mergermania*” en los Estados Unidos. Este conjunto de fallos es ilustrativo sobre las reglas para juzgar la justicia o injusticia de las decisiones de fusión societaria, en lo que se refiere a la responsabilidad de los directores, tanto de la sociedad adquirente como de la sociedad adquirida.

Estos principios pueden resumirse en los siguientes, a saber:

1. Cabe concluir que los directores de la adquirente fueron groseramente negligentes en la decisión de adquisición de una sociedad valorando la informalidad e improvisación de la misma, presente en múltiples circunstancias, más allá –entre otras cuestiones– de la creencia meramente subjetiva de haber obrado con cuidado, debiendo cumplir estándares objetivos de información previa¹³.

¹³ Cfr. Corte Suprema de Delaware, *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985). En este importante caso el tribunal encontró personalmente responsables a los directores por haber aprobado inadecuadamente una propuesta de fusión societaria. En el caso el tribunal valoró la informalidad de una trascendente decisión en forma meramente oral y no escrita, tomada por

2. Los directores deben informarse previamente a cualquier decisión sobre fusión o adquisición societaria, como un deber fiduciario que forma parte del deber de cuidado¹⁴.
3. No basta que los directores hayan dejado un “rastros de papel” detrás de la decisión de toma de control sino que deben demostrar *honestidad* en el análisis y en la evaluación de la decisión¹⁵.
4. No sólo la decisión sino también el proceso de la misma son relevantes y de primera importancia a la hora de verificar la diligencia o negligencia demostrada por los directores en orden a la responsabilidad en casos de adquisiciones de paquetes de control societario¹⁶.
5. No obstante que los directores omitieron arribar a una decisión [completamente] informada, la operación fue inobjetable y con “*entire fairness*” o “*overall fairness*” a la luz de la consideración tanto del precio (no necesariamente el máximo posible sino el razonablemente adecuado según las circunstancias) como de la decisión en sí misma¹⁷.

una minoría del directorio, la escasa discusión previa a la decisión, el desconocimiento del orden del día de la reunión sobre fusión por parte de siete directores sobre un total de diez, el exclusivo basamento en los cálculos aritméticos de los directores de la adquirente, la inexistencia de un convenio de fusión recibido por el directorio antes de la reunión, la precipitación en la adopción de la decisión por el directorio, una exposición del director Van Gorkom de 20 minutos seguida de un par de horas de improvisada discusión por el directorio que dio lugar a la decisión de fusión, cuya acta de aprobación no fue leída finalmente por los directores. Asimismo se valoró el hecho de haberse aceptado un precio por acción más caro que el del mercado sin una debida información previa, la ausencia de investigación sobre la propia operación de fusión, la inexistencia de verificación de otras ofertas posibles, la ineficacia saneadora del intento de subsanar los errores luego de cometidos, por parte de uno de los directores y la afirmación de la responsabilidad personal de los directores a pesar de la aprobación de la transacción por los accionistas de la incorporante meses después de la decisión porque ellos no habían sido previamente informados de forma idónea. La condena fue transada en 23,5 millones de dólares.

¹⁴ Cfr. *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 812 (Del. 1984).

¹⁵ Cfr., por ejemplo, *EAC Industries, Inc. v. Frantz Manufacturing Co.*, 1985 Del. Ch. LEXIS 464 (June 28, 1985), *aff'd*, 501 A. 2d 401 (Del. 1985) (Delaware Chancery Court). En este caso el tribunal rechazó la ratificación del directorio respecto de la operación, calificando la defensa como “*mere window dressing*”.

¹⁶ Cfr., por ejemplo, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A. 2d 345 (Del. 1993). En este caso se responsabilizó a los directores por la venta del control societario por no haber acreditado una decisión debidamente informada por parte del directorio y que por ende no se demostró la completa “*fairness*” de la transacción. En el caso el proceso para la toma de la decisión fue llevado a cabo pero no fue cualitativa y temporalmente suficiente. Por otra parte en este caso se estableció que los directores deben demostrar que el precio ofrecido era razonablemente el más cercano al conveniente de acuerdo a las circunstancias.

¹⁷ Cfr. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A. 2d 1134 (Del. Ch. 1994), *aff'd*, *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A. 2d 1156 (Del. 1995). Sobre este caso puede verse

6. Existe una “*entire fairness*” en una operación de toma de control cuando el directorio ha sido plenamente informado sobre todos los aspectos de las diversas potenciales transacciones sobre el tema, el directorio fue asesorado no sólo por uno sino por dos bancos de inversión sobre las ofertas potenciales y actuales, fue asesorado a lo largo de todo el proceso por profesionales con experiencia, fue asesorado oralmente y por escrito en la reunión decisoria y se mostró abierto o disponible para eventuales ofertas de terceros¹⁸.
7. Los directores no sólo tienen el deber de estar debida y razonablemente informados sobre la operación de toma de control o fusión sino que también deben ser “especialmente diligentes” en la negociación de la operación¹⁹. Este criterio es más estricto u oneroso que los tradicionales principios generales de la *Business Judgment Rule*, aplicables a los casos de tomas de control societario²⁰.
8. Especial relevancia tiene la existencia y actuación de directores independientes (en el sentido lato y en el sentido expreso de la institución societaria adjunta a los “*effective directors*”), debiendo velar no sólo por los intereses de los accionistas mayoritarios sino también de los accionistas minoritarios, con independencia de la ratificación de la operación previamente decidida emitida por los mayoritarios²¹.
9. En el proceso de la decisión de toma de control los directores deben adoptar las medidas necesarias para identificar y examinar todos los factores relevantes de la operación. Serán relevantes y deberán seguirse los consejos de los expertos independientes, banqueros, abogados, contadores, comités de directores especialmente designados, etc. que puedan existir, especialmente respecto de los precios de las acciones a adquirir. La información revelada al interior y al exterior de la sociedad debe ser total, evitando las afirmaciones sesgadas o desinformantes y

Smith, Technicolor, Inc.: Clarifying Entire Fairness and the Business Judgment Rule, 9 Insights 30 (Jan. 1995).

¹⁸ Cfr., entre otros, *Parnes v. Bally Entertainment Corp.*, 2001 Del. Ch. LEXIS 34 (Feb. 23, 2001), *aff'd* 788 A. 2d 131 (Del. 2001).

¹⁹ Cfr. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A. 2d 34 (Del. 1994). De acuerdo a este caso, dos son los estándares que debe reunir la conducta de los directores para que no incurran en responsabilidad, a saber: a) determinación judicial de la adecuación del proceso de decisión del director, incluyendo la información que tuvieron a la vista; b) examen judicial de la razonabilidad de la acción adoptada por el director en vista de las circunstancias existentes en el momento de la decisión. En suma: los directores deben probar que estaban adecuadamente informados y que actuaron razonablemente.

²⁰ Cfr. la opinión de Knepper, Vol. I, 14-15.

²¹ Cfr. *McMullin v. Beran*, 765 A. 2d 910 (Del. 2000).

las medias verdades o ambigüedades. Deben valorarse no sólo las minutas de la sociedad y de su directorio sino también los informes, memorándums y documentos que expresen la situación de la operación de adquisición del control societario²².

10. El directorio ordinariamente deberá típicamente designar un comité especial que se ocupe de la transacción del cambio de control en cuestión, cuidando especialmente de tratar los aspectos que tengan que ver con los conflictos de intereses dentro del directorio y dentro de la sociedad²³ y también lo atinente a la selección o designación de los asesores de la operación, los que preferentemente deben ser completamente independientes o distintos de los asesores ordinarios del directorio y de las sociedades involucradas en la decisión²⁴. Esa independencia se refiere a la libertad de ataduras o de influencias indebidas de los asesores respecto de las partes para poder cumplir acabadamente su función, en orden a la valuación y perspectivas de la empresa a adquirir.
11. Existe un requisito establecido por una normativa en vigor respecto de que el proceso de la toma de control debe culminar con una resolución de "aconsejable" y de que las resoluciones del directorio deben reflejar esa característica, recogiendo fallos previos de Delaware²⁵.

²² Cfr. la opinión de Knepper, Vol. I, 14-11, que resume los fallos que comenta. En el caso *Shaper v. Bryan*, 2007 Ill. App. LEXIS 229 (Ill. App. March 9, 2007), por ejemplo, se rechazó la responsabilidad de los directores valorando su diligencia en el sentido de este párrafo.

²³ Así, en algunos casos los tribunales han expresado su escepticismo sobre el proceso adoptado por la sociedad cuando no encontraron designado un comité especial del directorio abocado a las tareas de la toma de control: cfr., por ejemplo, *In re Digex Inc. Shareholders Litigation*, 789 A. 2d 1176 (Del. Ch. 2000).

²⁴ Cfr., por ejemplo, *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A. 2d 1261 (Del. 1989). En este caso el tribunal valoró negativamente que los asesores hayan sido designados por el CEO de la sociedad y no por el comité especial. Pero también se criticó que los nuevos asesores independientes no hayan tenido un cabal conocimiento de la situación de las partes: cfr. *In re Emerging Communications Inc. Shareholders Litigation*, 2004 Del. Ch. LEXIS 70 (May 3, 2004). En este último caso fue tratada también la posible influencia sobre el comité derivada de previas relaciones de control societario. Sobre el rol que cumplen los asesores en las operaciones de tomas de control y fusiones puede verse Barbara J. Gustafson, *Symposium: The Role Of Counsel In Corporate Acquisitions And Takeovers: Conflicts And Complications*, Note: *The Lawyer As Impresario: Form Vs. Substance In The Target's Boardroom*, 39 *Hastings L.J.* 759 (1988).

²⁵ Cfr. Section 251 de la Delaware General Corporation Act, reformada el 1 de julio de 1998.

6. Modificaciones a la Business Judgment Rule

En los casos de tomas de control, fusiones y adquisiciones los tribunales han establecido por una parte la aplicabilidad de las generales de la *Business Judgment Rule* y por otra parte han establecido reglas especiales modificatorias de la esas reglas generales para que los directores puedan verse protegidos²⁶. Sobre el tema están vigentes los siguientes principios:

1. El directorio tiene el deber fundamental u obligación de proteger la sociedad, que incluye a sus accionistas, del riesgo razonablemente percibido, cualquiera sea su origen, de la misma manera que deben ejercer sus deberes fiduciarios en la órbita de las reglas generales de la *Business Judgment Rule*²⁷. Este criterio fue reinterpretado en un caso de 1989, destacándose que la oferta de toma de control debe ser razonable, pudiéndose tener en cuenta los efectos a corto o a largo plazo de la oferta respecto de los intereses de los accionistas²⁸. Por otra

²⁶ Sobre la relación entre los principios de la Business Judgment Rule y los principios sobre responsabilidad de los directores de sociedades en casos de tomas de control, fusiones y adquisiciones puede verse: Smith, Technicolor, Inc.: Clarifying Entire Fairness and the Business Judgment Rule, 9 Insights 30 (Jan. 1995); Pavelich, Note. The Shareholder Judgment Rule: Delaware's Permissive Response to Corporate Vote-Buying, 31 Iowa J. Corp. L. 247 (2005); Peregrine, Doing "Big Deals" and the Board's Duty of Care, 28 J. Health & Hosp. L. 327 (1995); Thomas C. Pelto, Sr., False Halo: The Business Judgment Rule In Corporate Control Contests., 66 Tex. L. Rev. 843 (1988). Sobre los deberes fiduciarios de los directores en los casos de tomas de control puede verse también Julian Velasco, Structural Bias And The Need For Substantive Review, 82 Wash. U. L. Q. 821, (2004).

²⁷ Cfr. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 954 (Del. 1985). De este modo, en contraste, en este trascendente caso el criterio sentado modifica las tradicionales reglas generales de la *Business Judgment Rule* en el sentido de que los directores tienen unos deberes fiduciarios "ampliados" (como la llaman los autores), es decir, están más constreñidos por el deber de proteger los intereses de la sociedad que dirigen y sus accionistas, antes que la posibilidad de velar por sus propios intereses –principalmente el de conservar sus cargos- en la decisión de la toma de control. En este sentido la intención y decisión del director debe ser informada y desinteresada. El conflicto de intereses no necesariamente se dará en todos los casos, pero puede aparecer, en especial cuando su permanencia en el cargo pueda estar en juego a raíz del cambio de control societario. El criterio de este caso ha sido confirmado por sucesivos casos de la Corte Suprema de Delaware. Sobre la temática abordada por este caso puede verse Bainbridge, Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers, 61 Bus. Law. 1135 (May 2006); Balotti, Czeschin & Varallo, Unocal Revisited: Lipton's Influence on Bedrock Takeover Jurisprudence, 60 Bus. Law. 1399 (2005); Paul L. Regan, What's Left of UNOCAL?, 26 Del. J. Corp. L. 947 (2001).

²⁸ Cfr. Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. 1989). De acuerdo a este caso el principio de buena fe se conserva incólume en los casos de tomas de control, basada en una razonable investigación de los antecedentes fácticos.

parte debe mencionarse que la doctrina del caso Unocal no fue aceptada fuera del contexto de casos de cambios de toma de control, como por ejemplo en casos de cambio del "charter" de la sociedad²⁹. En otro caso posterior la doctrina de Unocal también fue reinterpretada en el sentido de que el director siempre está habilitado "a decir que no" a la oferta de toma de control, siempre que la decisión de inadecuación de la oferta haya sido tomada de buena fe y luego de una razonable investigación, los dos relevantes criterios sobre la cuestión³⁰. Este último principio es trascendente para la defensa de la libertad de las transacciones comerciales, especialmente en el campo de las decisiones sobre cambio de control societario.

2. En principio los directores tienen la carga de la prueba respecto de que han tenido motivos razonables de que existe un peligro o amenaza a la sociedad y su sustancia económica y respecto de que la medida defensiva de la *Business Judgment Rule* fue razonable en relación a la amenaza³¹.

7. Directores actuando como rematadores

En algunos casos se ha considerado la conducta de los directores como asimilable a la de rematadores respecto de las decisiones de toma de control societario, en los que se los ha responsabilizado civilmente por los daños causados a la sociedad o a los accionistas por violación de sus deberes fiduciarios.

Así, en 1986 se dictó una condena contra directores de la sociedad *Revlon* por haber concedido una "lock-up option" a un "caballero blanco" que impidió a otros ofertantes competir por la adquisición de la mencionada sociedad y dañó a

²⁹ Cfr. *Stroud v. Grace*, 606 A. 2d 75 (Del. 1992).

³⁰ Cfr. *Moore Corp. Ltd. V. Wallace Computer Services, Inc.* 907 F. Supp. 1545 (Del. 1995).

³¹ Cfr., por ejemplo, *Hanson Trust PLC v. ML SCMM Acquisition, Inc.* 781 F. 2d 264 (2d Cir. 1986). En este caso las "amenazas" eran la inadecuación del precio, la impropiedad, ilegalidad o inoportunidad de la oferta, el riesgo de fracaso, la calidad de los títulos valores ofrecidos y el impacto de la oferta respecto de los terceros distintos de los accionistas tales como los acreedores, clientes, empleados e incluso la comunidad en general. Por ende el tribunal exige que los directores estudien estas consecuencias en todos los casos de procesos de tomas de control.

los accionistas y a otros ofertantes, con una condena transada en 20 millones de dólares³². Otros tribunales se adhirieron a esta condena, en fallos posteriores³³.

Esta institución fue mayormente delimitada e interpretada por los tribunales de Delaware en fallos posteriores en 1989³⁴ y 1990³⁵. En un fallo se brindaron dos pautas importantes: incluso si una sociedad se vende totalmente a cambio de efectivo, los deberes derivados del caso *Revlon* no exigen necesariamente una subasta, sino que sólo se requiere que hayan dado razonables pasos para asegurar la posibilidad de múltiples alternativas de ofertas y que la decisión adoptada era razonablemente demostrativa de que constituía la mejor alternativa posible³⁶. Por otra parte, en un caso se rechazó la responsabilidad de los directores por haber actuado de buena fe y con el debido cuidado, habiendo contado con un previo asesoramiento de expertos³⁷. Sobre la independencia del director como subastador en un caso los jueces han dicho que

³² Cfr. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986). Debe tenerse en cuenta sin embargo las dudas expresadas por el tribunal acerca de si los directores pueden considerar la existencia de sujetos activos presumiblemente afectados por el daño distintos de los accionistas de la sociedad. Sobre este caso y su aplicabilidad a los procesos concursales puede verse Dunne, *The Revlon Duties and the Sale of Companies* in Chapter 11, 52 Bus. Law. 4 (1997). Sobre la aplicabilidad de la doctrina del caso a entidades sin fines de lucro puede verse: Moran, *Why Revlon Applies to Nonprofit Corporations*, 53 Bus. Law. 373 (1998).

³³ Cfr., por ejemplo, *Edelman v. Fruehauf Corp.*, 798 F. 2d 882 (6th Cir. 1986) y *Hastings-Murtagh v. Texas Air Corp.*, 649 F. Supp. 479 (S.D. Fla. 1986).

³⁴ Cfr., por ejemplo, *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A. 2d 1261 (Del. 1989). En este caso el tribunal fijó algunos criterios que deben ser tenidos en cuenta por los directores que dirigen el proceso de remate o adjudicación en orden a su responsabilidad, a saber: adecuación y términos de la oferta, su "fairness" y posibilidad de cumplimiento, las alternativas de financiación de la oferta, las consecuencias de la financiación, las ilicitudes posibles, los efectos de la oferta y de la potencial adquisición respecto de otros sujetos involucrados con la sociedad adquirida diversos de ella misma, los intereses básicos de los accionistas, los riesgos derivados de la no consumación de la oferta, la identidad del oferente, los antecedentes y experiencia previos a la oferta, los planes negociales de la sociedad y sus efectos sobre los intereses de los accionistas.

³⁵ Cfr., por ejemplo, *Herd v. Major Realty Corp.*, 1990 Del. Ch. LEXIS 211 (Del. Ch. Dec. 21, 1990). En este caso se decidió que el caso *Revlon* no exige que en todo proceso de toma de control de una sociedad de Delaware sea precedido por un arduo proceso de ofertas competitivas o la existencia de una suerte de mercado.

³⁶ Cfr. *Braunschweiger v. American Home Shield Corp.*, 1989 Del. Ch. LEXIS 142 (Del. Ch. Oct. 26, 1989). Este criterio aparece como ecuaníme frente a los distintos intereses en juego.

³⁷ Cfr. *RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litig.*, 1989 Del. Ch. LEXIS 9 (Del. Ch. Jan. 31, 1989). Este caso tuvo una gran repercusión en la prensa.

su neutralidad no es necesaria respecto de los distintos ofertantes, siempre que actúen en el mejor interés de los accionistas³⁸.

Los autores comentan que existen dos principales casos interpretativos de la doctrina del caso Revlon por los tribunales de Delaware. El primero es *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, de 1989³⁹ y el segundo es *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, de 1994⁴⁰.

En el primero se estableció sustancialmente que la obligación del director incluye la potestad de establecer un determinado curso de acción que abarca el manejo de los tiempos de las ofertas, diseñada para asegurar los objetivos societarios y que este deber no puede ser delegado en los accionistas. No obstante, esta obligación no necesariamente implica que las ganancias a corto plazo sea lo definitivo en la actuación del director. Una consecuencia práctica de este fallo es la posibilidad de privilegiar la valoración de los beneficios societarios a largo plazo.

En el segundo fallo se estableció sustancialmente lo siguiente:

1. En primer lugar que, cuando una sociedad que está para ser vendida es propiedad de un accionista mayoritario (que, por ejemplo, detente el 80% del paquete accionario) quien ha propuesto la venta, no es obligatorio para el directorio decidir buscar una alternativa de venta mediante una subasta o acuerdo negociado. Sin embargo, el directorio está obligado a llevar a cabo un análisis exhaustivo sobre la propuesta de venta, a fin de determinar si ella constituye un máximo valor para el accionista minoritario⁴¹.

³⁸ Cfr., por ejemplo, *In re J.P. Stevens & Co. Shareholders Litig.*, 542 A. 2d 770 (Del. Ch.), appeal refused, 540 A. 2d 1089 (Del. 1988). Sobre la rapidez de la decisión societaria de toma de control puede verse *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litig.*, 547 A. 2d 633, 1988 Del. LEXIS 256 (Del. Ch. Aug. 8, 1988).

³⁹ Cfr. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A. 2d 1140 (Del. 1989). Sobre el caso puede verse Regan, *The Unimportance of Being Earnest: Paramount Rewrites the Rule for Enhanced Scrutiny in Corporate Takeovers*, 46 *Hastings L. J.* 125 (1994).

⁴⁰ Cfr. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A. 2d 34 (Del. 1994). Sobre este caso vease: Terian, "It's Not Polite to Ask Questions" in the Boardroom: Van Gorkom's Due Care Standard Minimized in *Paramount v. QVC*, 44 *Buff. L. Ver.* 887 (1996); Cunningham & Yablon, *Delaware Fiduciary Duty Law After QVC and Technicolor: A Unified Standard (and the End of Revlon Duties?)*, 49 *Bus. Law.* 1593 (1994); Kurp, *Corporate Takeover Defenses After QVC: Can the Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties?*, 26 *Loy. U. Chi. L. J.* 29 (1994).

⁴¹ Debe destacarse que si bien esta es la tónica general del fallo de 1994 precedentemente citado, la doctrina fue formulada más explícitamente en fallos posteriores de los tribunales de Delaware, como por ejemplo en *McMullin v. Beran*, 765 A. 2d 910 (Del. 2000).

2. Asimismo este segundo fallo estableció algunas pautas acerca del método por medio del cual debe llegarse al “mejor valor” económico de la sociedad. En este sentido se estableció que el directorio no está obligado a seguir un determinado método para la obtención de ese valor, sino que son aceptables diversos métodos (como por ejemplo una subasta abierta, o bien el acuerdo con un oferente sujeto a una ulterior determinación conforme el mercado accionario). Lo definitivo es que el método de determinación del valor haya sido “idóneo para determinar la existencia y viabilidad de posibles alternativas”. Incluso el tribunal va más allá, brindando pautas para la determinación del precio de la operación, tales como, por ejemplo: no sólo considerar el monto en dinero efectivo, sino también la consideración del valor futuro de la alianza estratégica con el adquirente de la sociedad; las posibilidades de obtener medios de información acerca de una comparación objetiva de las distintas alternativas; el asesoramiento por expertos sobre la valuación; la existencia de otras alternativas posibles; la viabilidad financiera, legal y del riesgo de la oferta; y, finalmente, la identidad del oferente y sus planes de negocios.

No se debe dejar pasar por alto que en algunos supuestos se ha puesto en tela de juicio la legalidad y hasta la moralidad de los denominados “*golden parachutes*” y las “*stock options*” de las que se beneficiaron los directores que intervinieron en la toma de decisión de la determinación del valor de la empresa adquirida⁴².

Congruentemente con esos dos fallos, en casos subsiguientes los tribunales –en especial los de Delaware– han reafirmado por una parte la amplitud de criterio valorador de los jueces sobre la situación de la empresa adquirida y adquirente y por otra parte las amplias facultades de evaluación y determinación del precio de venta de la sociedad por parte de los directores⁴³. Es ilustrativo el criterio de la *Chancery Court* de Delaware en el sentido de que la doctrina del caso *Revlon* requiere “razonabilidad, no perfeccionismo”⁴⁴. Como parte de esta flexibilidad existen fallos recientes que han anulado cláusulas contractuales que prohibían a la sociedad adquirida negociar con otros oferentes distintos del

⁴² Cfr., por ejemplo, *In re Pennaco Energy, Inc. S’holders Litig.*, 787 A. 2d 691, 706-708 (Del. Ch. 2001). Los “golden parachutes” son las indemnizaciones acordadas a los directores que se retiran del directorio, especialmente en casos de tomas de control societario y las “stock options” son el pago en acciones de honorarios profesionales a los directores.

⁴³ Cfr., por ejemplo, los ilustrativos fallos en *In re Toys “R” Us, Inc. Shareholder Litig.*, 877 A. 2d 975 (Del. Ch. 2005) y *Elloway v. Pate*, 238 S.W. 3d 882 (Tex. App. 2007). En este segundo caso, por ejemplo, se valoró que no tenía sentido convocar a una subasta en la que no existían interesados.

⁴⁴ Cfr. *In re Lear Corp. Shareholder Litigation*, 929 A. 2d 94 (Del. Ch. 2007).

primero⁴⁵ y también han anulado cláusulas contractuales que impedían un amplio marco de actuación a los directores⁴⁶.

8. Defensas oponibles a la oferta de adquisición del control societario

Frente a la oferta hostil de adquisición de control societario los directores pueden oponer defensas tendientes a impedir el éxito de la adquisición societaria. Estas defensas pueden asumir distintas y numerosas formas jurídicas, tales como por ejemplo, las denominadas como sigue, a saber: "Poison Pill", la "Shark Repellent", la "Lock-up", la emisión de nuevas acciones, la readquisición de acciones, la mera negativa de la oferta, la recapitalización, el plan del empleador respecto del accionariado, las defensas en el marco de una votación en el seno del directorio, el cambio del número de votantes en el directorio y la "Dead Hand Defense".

8.1. "Poison Pill".

Esta es una estrategia defensiva que adopta una sociedad para dificultar o encarecer notablemente una compra hostil de sus acciones, mediante una emisión especial de acciones (llamada "*poison pill*" o "píldora venenosa") que sólo puede ser ejecutada en supuestos específicos, tales como por ejemplo en una fusión societaria, en virtud de la cual el exitoso adquirente debe "tragarla". La "píldora" típicamente puede ser redimida por un precio nominal por la sociedad si el directorio aprueba la transacción que da lugar a esta emisión accionarial⁴⁷.

⁴⁵ Cfr., por ejemplo, *Phelps Dodge Corporation v. Cyprus Amax Minerals Co.*, 1999 Del. Ch. LEXIS 202 (Sept. 27, 1999).

⁴⁶ Así, por ejemplo, en el caso *Omnicare, Inc. v. NSC Healthcare, Inc.*, 818 A. 2d 94 (Del. 2003), la Corte Suprema de Delaware promovió el libre ejercicio de las facultades discrecionales de los directores en orden al cumplimiento de sus deberes fiduciarios al anular y declarar inejecutable una cláusula contractual que les impedía actuar en un caso de fusión. La cláusula en cuestión pactada entre los accionistas societarios prohibía el voto de los directores de la sociedad luego adquirida en orden a favorecer la proposición de otras ofertas posibles además de la primera, lo que tornaba a la fusión como un "hecho consumado" o también denominado "*locked-up deal*". Sobre el caso puede verse Mocerri, Comment, *M&A Lockups: Broadly Applying the Omnicare Decision to Require Fiduciary Outs in All Merger Agreements*, 2004 Mich. L. Rev. 1157 (2004).

⁴⁷ Cfr., para el concepto, Knepper, Vol. I, 14-31. Véase también sobre esta defensa: Carney & Silverstein, *The Illusory Protections of the Poison Pill*, 79 Notre Dame L. Rev. 179 (2003); Garms, Note, *Shareholder By-Law Amendments and the Poison Pill: The Market for Corporate Control and Economic Efficiency*, 24 Iowa J. Corp. L. 433 (1999); Subramanian, *Bargaining in the Shadow of PeopleSoft's (Defective) Poison Pill*, 12 Harv. Negotiation L. Rev. 41 (2007); Lieberman, *Justice Jackson in the Board Room: A Proposal for Judicial Treatment of Shareholder-Approved Poison Pills*, 2008 Colum. Bus. L. Rev. 360 (2008); McDonnell,

Esta institución tiene muchas alternativas de ser configurada. Por ejemplo la así denominada "people pill" en virtud de la cual los máximos directores de la sociedad que se pretende adquirir han firmado un contrato para abandonar la misma en forma masiva si alguno de ellos es removido o retrogradado en el cargo como resultado de una fusión o si el accionista no recibe un "fair value", lo que es definido por el contrato como el 100% del valor de la sociedad determinado por los bancos de inversión con más un "premium" de por lo menos el 50% de las ganancias que puede esperar el adquirente por las ventas que realice la sociedad o que surjan de la sinergia de las dos sociedades. Otro ejemplo de aplicación de la "poison pill" es la así denominada "*poison put*", que es una cláusula insertada en los instrumentos de deuda de la sociedad que permite a los tenedores de debentures rescatar los bonos y recuperar la inversión si la sociedad a adquirir es adquirida, fusionada o se recapitaliza⁴⁸.

Dado que los jueces aceptan esta institución⁴⁹, ha sido una de las defensas más frecuentemente usadas, pero ello no obsta a un análisis pormenorizado de los pros y contras de los riesgos inherentes a la defensa, que no debe interponerse automáticamente o de modo ciego.

En el año 2004 la Delaware Chancery Court otorgó una amplia aceptación de la "*poison pill*" en el caso *Hollinger International Inc. v. Black*⁵⁰. Este caso trató sobre esta defensa esgrimida por directores de una subsidiaria respecto de su accionista controlante en una transferencia de control societario en el llamado "*parent level*".

8.2. Shark Repellents.

Esta técnica defensiva está relacionada con la modificación de las normas constitutivas de la sociedad objeto de adquisición (el "*charter*" de la "*target company*") u otra normativa societaria de la misma ("*bylaws*") a fin de hacerla menos vulnerable a la adquisición mediante el incremento de la dificultad de obtención del control societario. Al hacer menos atractiva la adquisición de la sociedad ella "repele los tiburones" que la quieren comprar.

Sharedholder Bylaws, Sharedholder Nominations and Poison Pills, 3 Berkeley Bus. L. J. 205 (2005); Subramanian, A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill, 23 Del. J. Corp. L. 375 (1998). Sobre la declinación de esta defensa puede verse Matheson, Corporate Governance at the Millennium: The Decline of the Poison Pill Antitakeover Defense, 22 Hamline L. Rev. 703 (1999).

⁴⁸ Cfr. ibídem.

⁴⁹ Cfr. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985); últimamente puede verse *Leonard Loventhal Account v. Hilton Hotels Corp.*, 2000 Del. Ch. LEXIS 149 (Oct. 10, 2000), *aff'd*, 780 A.2d 245 (Del. 2001).

⁵⁰ Cfr. *Hollinger International Inc. v. Black*, 844 A.2d 1022 (Del. Ch. 2004).

Los tribunales han aceptado esta defensa, no obstante que ella a veces converge con el derecho de los Estados locales sobre restricciones de las normas constitutivas societarias y también lo hace con las cuestiones relacionadas con los deberes fiduciarios de los directores⁵¹.

8.3. Lock-Up.

La técnica del “*Lock-up*” es una convención en la que la sociedad objeto de adquisición (“*target company*”) otorga a un oferente una ventaja respecto de otros oferentes de esa adquisición. Por ejemplo una preferencia para adquirir acciones todavía no emitidas o ciertos activos de ella. Económicamente esto puede beneficiar a los accionistas (como oferentes así denominados “*White Knights Bidders*”), quienes pueden ver maximizadas sus ganancias⁵².

Los tribunales han aprobado esta convención⁵³, pero también han rechazado la defensa y han responsabilizado personalmente a los directores que las han aprobado cuando la participación del “*White Knight Bidder*” impidió ilegítimamente la participación de otros oferentes que implicaba un beneficio para la sociedad o los accionistas⁵⁴.

Tribunales como la Corte Suprema de Delaware han sostenido que estos acuerdos no son *per se* ilegales pero que su validez depende de los hechos y de las circunstancias del caso. Estas últimas se han referido, por ejemplo, en la jurisprudencia, a los costos económicos de la institución; la relevancia del activo social incluido en el acuerdo (usualmente denominado “*Crown Jewel*”) que disuade a otros potenciales oferentes de ofertar en el proceso de adquisición; qué proporción del precio de la oferta forma parte el costo del acuerdo; la necesidad o no del acuerdo para inducir la participación de los oferentes en el proceso, especialmente cuando media una subasta de acciones y la relevancia del acuerdo respecto de la maximización del valor de las acciones⁵⁵.

8.4. Emisión de nuevas acciones

⁵¹ Cfr. *Seibert v. Gulton Indus., Inc.*, 1979 Del. Ch. LEXIS 469 (Del. Ch. June 21, 1979), *aff'd* without opinion, 414 A.2d 822 (Del. 1980) y *Martin Marietta Corp. v. Bendix Corp.*, 549 F. Supp. 623 (D. Md. 1982).

⁵² Cfr. la definición en *Knepper*, Vol. I, 14-34.

⁵³ Cfr., por ejemplo, *Whittaker Corp. v. Edgar*, 535 F. Supp. 933 (N.D. Ill. 1982)

⁵⁴ Cfr. *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. v. Revlon, Inc.*, 501 A.2d 1239 (Del. Ch. 1985), *aff'd* sub nom. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁵⁵ Cfr. *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (Del. 1989).

Esta es una técnica defensiva que engloba a la sociedad objeto de adquisición en la que se emiten nuevas acciones selectivamente a fin de tornar más onerosa la adquisición del control de la sociedad por el oferente. La jurisprudencia ha establecido limitaciones a esta institución, rechazándola cuando no protege los intereses de los accionistas y un sano gobierno societario⁵⁶, o cuando no existe una clara justificación societaria de la transacción⁵⁷, o cuando la nueva emisión de acciones ha ocurrido con posterioridad al cambio de control societario a favor de un oferente hostil⁵⁸, o cuando la emisión de acciones hará que los directores mantengan el control de las decisiones de la sociedad⁵⁹.

8.5. Readquisición de acciones

Esta operación es otra técnica defensiva y está referida a la adquisición por la sociedad a ser adquirida ("*target company*") de una parte relevante de sus acciones a fin de disminuir las oportunidades del oferente de obtener la mayoría de las acciones, eliminándolas del mercado y haciéndolas menos atractivas para el oferente. En el marco de las transacciones de toma de control, fusiones y adquisiciones puede ser utilizada la institución de las "*tender offers*"⁶⁰. El objeto de la transacción puede referirse a una porción selectiva de las acciones (a veces denominada "*selective tender offer*") o una oferta general respecto de sus

⁵⁶ Cfr., por ejemplo, *Chris-Craft Indus., Inc. v. Piper Aircraft Corp.*, 480 F.2d 341, 365 (2d Cir. 1973), rev'd on other grounds, 430 U.S. 1, 97 S. Ct. 926, 51 L. Ed. 2d 124 (1977).

⁵⁷ Cfr. *Consolidated Amusement Co. v. Rugoff*, 1978 U.S. Dist. LEXIS 15078 (S.D.N.Y. 1978).

⁵⁸ Cfr. *Frantz Mfg. Co. v. EAC Indus.*, 501 A.2d 401 (Del. 1985).

⁵⁹ Cfr. *Norlin Corp. v. Rooney, Pace, Inc.*, 744 F.2d 255 (2d Cir. 1984).

⁶⁰ La "*tender offer*" es definida para el derecho norteamericano como un anuncio y un procedimiento público por la sociedad o una persona física de que pagará un precio por encima del precio de mercado por las acciones sociales para adquirir el control societario: cfr. *Black's Law Dictionary*, West Publishing Co., St. Paul, Minn, 6th. Ed., 1990, p. 1468. Esta es una de las variadas técnicas u operaciones de toma de control societario y está regulada tanto por normas locales de los Estados como por normas federales sobre "*Securities*". Existe una norma federal aplicable que es la *Williams Act* de 1968. Existen variados tipos de "*tender offers*" como por ejemplo: la "*hostile*", la "*creeping*", la "*exclusionary*", la "*mini*", la "*partial*", la "*self*" y la "*two-tier*." Sobre las relaciones entre la responsabilidad de los directores de sociedades en casos de tomas de control, fusiones y adquisiciones y las "*tender offer*" puede verse: Levy, *Freeze-out Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry between Tender Offers and Negotiated Mergers*, 106 W. Va. L. Rev. 305 (2004); Mueller, *Comment, The "All-Holder – Best Price" Rule: Executive Connection Agreements and Their Place in Tender Offers*, 1 *Dapul Bus. & Comm. L. J.* 287 (2003); Miriam R. Albert, *Because We Said So: The SEC's Overreaching Efforts to Regulate Mini-Tender Offers* 45 *Ariz. L. Rev.* 897 (2003).

propias acciones ("self-tender"), lo que ha sido legitimado por la jurisprudencia⁶¹ pero que ha sido limitado por las normas estatutarias de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) luego del fallo Unocal de 1985⁶² a fin de prohibir "tender offers" excluyentes y asegurar la igualdad de todos los oferentes de la misma clase de acción social. En el marco del fallo Unocal, los tribunales han legitimado las "self-tender offers"⁶³.

8.6. "Just say no"

Los autores⁶⁴ han puesto de relieve que esta es otra posible defensa del directorio de la sociedad que se pretende adquirir ("target company") y consiste simplemente en la negativa del órgano de gobierno a redimir una "poison pill" fundada en que el ofrecimiento es inadecuado o en que esa sociedad debe permanecer independiente incluso frente a una oferta adecuada. Esta doctrina no ha sido expresamente aceptada por los tribunales pero sí lo ha sido implícitamente en los fundamentos de algunos fallos relevantes⁶⁵. Este reconocimiento judicial es valioso en lo que se refiere a la libertad de contratación en la toma de control societario⁶⁶.

8.7. Recapitalización

⁶¹ La primera fue legitimada por la Corte Suprema de Delaware en el relevante fallo Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985), criterio que puede ser contrastado con la doctrina recaída también en Delaware en el año 2000 en el caso Strassburger v. Earley, 752 A.2d 557 (Del. Ch. 2000).

⁶² Cfr. las reglas de las "tender offers" en 17 C.F.R. # 240.14d-10.

⁶³ Cfr., por ejemplo, GAF Corp. v. Union Carbide Corp., 624 F.Supp. 1016 (S.D.N.Y. 1985) y Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁶⁴ Cfr., entre otros, Knepper, Vol. I, 14-36.

⁶⁵ Cfr., por ejemplo GAF Corp. v. Union Carbide Corp., 624 F.Supp. 1016 (S.D.N.Y. 1985); Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989); Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995); Moore Corp. Ltd. V. Wallace Computer Servs., Inc., 907 F.Supp. 1545 (D. Del. 1995) y Kahn v. MSB Bancorp, Inc., 1998 Del. Ch. LEXIS 112 (July 16, 1998); Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994).

⁶⁶ Para ulteriores particularidades de esta institución puede verse, entre otros, Brownstein & Kirman, Can a Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding to Majority Vote Resolutions, 60 Bus. Law. 23 (2004).

Esta es otra defensa oponible por el directorio de la “*target company*” a fin de proporcionar la oportunidad a los que ya son accionistas de esa sociedad de recibir un valor en dinero por las acciones al mismo tiempo que habilita a continuar como accionista de la misma. La defensa se basa en que el valor ofrecido por los accionistas en la recapitalización (por ejemplo ofrecer un pago en efectivo con más el valor del mercado accionario) es frecuentemente mayor que el precio que un tercer adquirente está dispuesto a pagar. En estos casos pueden surgir potenciales responsabilidades de los directores debidos a conflictos de interés (en el caso de directores-accionistas) y conflictos entre los inversores públicos y los accionistas de la sociedad. En algún caso la recapitalización ha sido prohibida por no haberse realizado un cuidadoso análisis de la situación económico-financiera por parte del directorio a fin de velar por el mejor interés de la sociedad⁶⁷.

8.8. Employee Stock Ownership Plan (ESOP)

El así denominado “*Employee Stock Ownership Plan*” (ESOP) es otra defensa oponible por el directorio frente a una oferta de adquisición hostil a fin de intentar incrementar la atribución o conservación de la propiedad accionaria a un determinado grupo de “amistosos” empleados de la sociedad. En algún caso este plan ha sido revocado por los tribunales con fundamento en una inadecuada o indebida defensa de los intereses de la sociedad, en una actuación no debidamente informada por parte de los directores de la sociedad y en un empeinado afán de control por parte de los directores de la “*target company*”⁶⁸.

8.9. Proxy Contest Defenses

En previsión de posibles luchas por la adquisición del poder de control societario, durante la década de 1990 se desarrollaron defensas de diverso tipo, tales como por ejemplo las “*poison pills*” y las restricciones normativas del acto constitutivo de la sociedad o de su norma estatutaria respecto de los cambios en la estructura del directorio o para la designación de nuevos directores o para la reglamentación del proceso de designación de candidatos al directorio con

⁶⁷ Cfr., por ejemplo, *Levco Alternative Fund Ltd. V. Reader’s Digest Association, Inc.*, 803 A.2d 428 (Del. 2002).

⁶⁸ Cfr, por ejemplo, *NCR Corp. v. American Tel. & Tel. Co.*, 761 F. Supp. 475 (S.D. Ohio 1991).

carácter previo a las reuniones de accionistas, como una condición de elegibilidad. En algunos casos los jueces han hecho consideraciones acerca de la eficacia de estas restricciones a fin de evitar las luchas por la toma de control societario entre los accionistas y los directores y han ceñido el marco regulatorio⁶⁹ delimitado en casos anteriores⁷⁰. En este contexto ha habido casos en los que se ha legitimado la actuación del directorio para ganar la aprobación de los accionistas sobre la conveniencia de una fusión para la sociedad y sus accionistas, siempre en el marco de la legalidad, excluyéndose maniobras abusivas o fraudulentas por parte de los directores⁷¹.

8.10. Cambios en la envergadura del directorio

Bajo ciertas circunstancias el aumento o reducción del número de miembros del directorio pueden ser usadas como defensas oponibles al intento de toma de control societario. Si la acción tiene como objeto únicamente impedir la efectividad del voto de los accionistas caerá sobre ella el manto de la sospecha y sólo podrá ser legitimada por los tribunales cuando se acredite una "*compelling justification*"⁷². En algunos casos los tribunales han invalidado el cambio de tamaño o composición del directorio con fundamento en que impidieron el derecho de voto de los accionistas, especialmente en el caso de la elección de los directores, conculcándose el ejercicio democrático del voto en el seno de la sociedad⁷³.

8.11. Dead Hand Defense

Debido a que las defensas de la "*poison pill*" están siendo confirmadas por los tribunales y debido a su relativo éxito respecto de las tomas de control hostiles, se han adoptado medidas regulatorias para proteger la "*poison pill*" *defense* mediante las cuales se impiden a los nuevos directores modificar o eliminar esa institución cuando haya sido adoptada por directores anteriores a la

⁶⁹ Cfr. *Stahl v. Apple Bancorp, Inc.*, 579 A.2d 1115, 1121 (Del. Ch. 1990).

⁷⁰ Cfr. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 954 (Del. 1985).

⁷¹ Cfr. *In re MONY Group, Inc. S'holder Litig.*, 853 A.2d 661 (Del. Ch. 2004).

⁷² Cfr. *Blasius Indus. V. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988), entre otros.

⁷³ Cfr. *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* 813 A.2d 1118 (Del. 2003). En este caso se dio un conflicto entre los intereses de los directores y de los accionistas de la sociedad.

nueva designación de miembros. Estas normas son denominadas "*Dead Hand Provisions*". Luego de algunos fallos contradictorios sobre las defensas a que dan lugar estas normas parece afirmarse el criterio de Delaware en virtud del cual ellas (o sus similares, tales como las denominadas "*No Hand Provisions*") violan otras normas como por ejemplo la Section 141(a) de la Delaware General Corporation Law y son por ende inválidas e inejecutables con fundamento en la libertad de gobierno de la sociedad por los directores. En contraste, se ha afirmado que las "*Dead Hand Provisions*" son válidas y ejecutables si fueron sancionadas en el estatuto de la sociedad aprobado por los accionistas, al menos en los Estados en que sus normas societarias las hayan permitido, tal como, por ejemplo, ocurre en Oklahoma⁷⁴.

Dado que las "*Dead Hand Provisions*" pueden ser inejecutables en muchas circunstancias, algunas sociedades están poniendo en vigor normas semejantes, frecuentemente llamadas *continuing directors provisions* en virtud de las cuales la sociedad debe hacer cambios en el pago del precio de la toma de control en el supuesto de que la mayoría del directorio cese en sus funciones o bien que exista una mayoría de nuevos directores en sus cargos. En algún caso este tipo de reglamentaciones han sido declaradas sin valor por los tribunales por ser excesivamente onerosas respecto de la libertad de actuación de los accionistas y por violar los deberes fiduciarios de los directores, por ejemplo en contradicción con la Section 141(a) de la Delaware General Corporation Law⁷⁵.

8.12. Greenmail Paymets

Tanto los denominados "*Greenmail Payments*" como los "*Golden Parachutes*" son otras defensas que suelen ser opuestas por los directores demandados por daños y perjuicios que ha generado un gran debate y preocupación entre los directores, accionistas, comentaristas y legisladores. Dado el manto de sospecha que han levantado, los riesgos que se corren al oponerlas parecen ser mayores que las anteriores.

Los "*Greenmail Payments*" son generalmente definidos como la recompra o readquisición de sus propias acciones por la sociedad, usualmente por un precio mayor que el de mercado, por parte de un oferente u otro accionista disidente que es percibido como una amenaza a los legítimos intereses de la sociedad⁷⁶.

⁷⁴ Cfr. *International Brotherhood of Teamsters General Fund v. Fleming Companies, Inc.*, 1999 OK 3, 975 P.2d 907 (Okla. 1999).

⁷⁵ Cfr. *Cal. Pub. Empl.' Ret. Sys. V. Coulter*, 2005 Del. Ch. LEXIS 54, at *13 (Apr. 21, 2005).

⁷⁶ Cfr. una definición en Knepper, Vol. I, 14-36.7.

Históricamente estas operaciones han sido juzgadas a la luz de los principios de la *Business Judgment Rule* y han sido legitimadas por la jurisprudencia⁷⁷, que ha encontrado en ellas un modo de mantener el control sobre los negocios societarios, evitando una inoportuna operación de *Takeover* que pueda resultar desventajosa para los accionistas y evitando también pérdidas de tiempo y conflictos disruptivos con accionistas disidentes que pueden ocasionar mayores conflictos. De este modo, por ejemplo, la Corte Suprema de Delaware ha reconocido el derecho del directorio de servirse de esta institución pagando de esa forma a un accionista⁷⁸. Pero la jurisprudencia no es unánime y en algunos casos se han establecido ciertas condiciones o limitaciones para la legitimación de esta operación en otros Estados⁷⁹ o bien se ha criticado su adopción⁸⁰. Por otra parte la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha requerido la completa publicidad de estos pagos o la adopción en el estatuto de la sociedad de normas contrarias a esta institución⁸¹ y si el precio ofrecido por el directorio es mayor que el de mercado, las normas bursátiles pueden requerir la aprobación de los accionistas⁸² y algunas normas fiscales han impuesto mayores cargas impositivas⁸³.

8.13. Golden Parachutes

Respecto de los llamados "*Golden Parachutes*" ("Paracaídas de oro") se los ha definido como un acuerdo entre una sociedad y sus máximos directores que garantizan un empleo continuo, el pago de una suma única de dinero u otros beneficios en el caso de un cambio de la titularidad de la propiedad de la sociedad⁸⁴.

⁷⁷ Cfr., por ejemplo, *Cheff v. Mathes*, 41 Del. Ch. 494, 199 A.2d 548 (Del. 1964).

⁷⁸ Cfr. *Polk v. Good* 507 A.2d 531 (Del. 1986).

⁷⁹ Cfr. *Heckmann v. Ahmandon*, 168 Cal. App. 3d 119, 214 Cal. Rptr. 177 (1985). En este caso se limitaron los poderes del directorio para disponer ese pago mediante la exigencia de que deben demostrar que la operación no sólo fue realizada de buena fe sino que también la operación era "inherently fair", en sí misma plausible. De modo semejante en el caso *Petty v. Penntech Papers, Inc.*, 347 A. 2d 140 (Del. Ch. 1975) se estableció que la operación debe beneficiar primariamente a la sociedad.

⁸⁰ Cfr., por ejemplo, *Pin v. Texaco, Inc.*, 793 F.2d 1448 (5th Cir. 1986), en el que se dijo que el Greenmail puede ser "an extremely serious wrong looking for a remedy".

⁸¹ Cfr. Exchange Act Rel. N° 34-15230 (Oct. 13, 1978).

⁸² Cfr., por ejemplo, New York Stock Exchange, Listed Company Manual # 312.

⁸³ Cfr. Internal Revenue Code (I.R.C.) # 5881.

⁸⁴ Cfr. *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.*, 472 U.S. 1, 105 S. Ct. 2458, 86 L. Ed. 2d 1 (1985).

Sobre el tema el debate está abierto⁸⁵. Se han alegado a favor de esta institución ciertos beneficios a la sociedad, tales como, por ejemplo, los siguientes, a saber:

1. Compensar a directores empleados que enfrentan el riesgo de que su empleo se termine arbitrariamente a continuación de un cambio de control societario.
2. Permitir a la sociedad atraer y retener a directores competentes que de otro modo pudieran ser atraídos por otras oportunidades de empleo con mayor seguridad.
3. Promover evaluaciones objetivas de ofertas de adquisición de acciones por los directores frente a su posible despido o reducción de responsabilidades a continuación de un cambio de control societario.
4. Desalentar a oferentes exitosos de tomas de control societario respecto de políticas eliminadoras de buenos equipos de gobierno societario.

Sin embargo se ha contraargumentado la existencia de las siguientes desventajas para los negocios sociales, a saber:

1. Los directores no deben recibir beneficios especiales para el cumplimiento de las obligaciones a las que ya están obligados a llevar a cabo en el marco de sus deberes fiduciarios para con los accionistas y – más modernamente- respecto de los otros stakeholders.
2. Tales acuerdos promueven la renuncia de directores calificados sin causa real alguna, motivados por el cobro de los beneficios de la misma.

Sobre el tema la jurisprudencia ha juzgado los Golden Parachutes en el marco del análisis de los principios de la *Business Judgment Rule*, con diferentes resultados en cada caso⁸⁶. En un caso la Corte Suprema de Ohio trató con deferencia este tipo de acuerdos⁸⁷ y otros tribunales han legitimado este tipo de

⁸⁵ Cfr. los argumentos en, por ejemplo, Knepper, Vol. I, 14-37/38.

⁸⁶ Cfr., por ejemplo, Koenings v. Joseph Schlitz Brewing Co., 126 Wis. 2d 349, 377 N.W. 2d 593 (1985); Federal Sav. & Loan Ins. Corp. v. Bass, 576 F. Supp. 848 (N.D. Ill. 1983); Buckhorn, Inc. v. Ropak Corp., 815 F.2d 76 (6th Cir. 1987); Campbell v. Potash Corp. of Saskatchewan, 238 F.3d 792 (6th Cir. 2001).

⁸⁷ Cfr. Worth v. Huntington Bancshares, Inc., 43 Ohio St. 3d 192, 540 N.E. 2d 249 (1989). La sustancia del caso afirma que este contrato entra dentro de la órbita de los poderes legítimos del directorio, que en el caso la indemnización por despido no era excesiva ni estaba teñida por abusos de poder o conflicto de intereses, que los tribunales son ajenos a las políticas empresariales de la sociedad con sus directores y que en sí mismo el acuerdo no viola el bien común ("public policy").

acuerdos⁸⁸. En algunos casos la legitimidad de los acuerdos fue evaluada como parte integrante en el marco de un plan de cambio de control societario o como un aspecto esencial del mismo⁸⁹. En un caso se planteó la aplicabilidad de los principios del fallo Unocal⁹⁰ (más restrictivos que los principios de la *Business Judgment Rule* en general) a los *Golden Parachutes*⁹¹. Pero en otros casos los tribunales no ahorraron críticas al sistema, no dejando al directorio la decisión última de legitimar estos acuerdos⁹². En algunos casos se ha juzgado la legalidad de estos acuerdos como formando parte de un “plan” ideado en el marco del régimen jurídico del ERISA⁹³.

El debate ético de estos acuerdos está planteado. Una manifestación de ello es, por ejemplo, el hecho de que el poder legislativo federal ha intentado desalentar los pagos por “Golden Parachutes” para la generalidad de las sociedades, ha prohibido algunos de estos acuerdos para algunas instituciones financieras y en algunos casos ha limitado su monto a tres veces el monto del sueldo básico de un director durante los últimos cinco años para que puedan ser deducidos impositivamente y gravados más onerosamente, respondiendo de ese modo a la crítica pública a esos acuerdos⁹⁴. En 1991 el Congreso emitió una legislación que prohíbe o autoriza a poner límites a la *Federal Deposit Insurance*

⁸⁸ Cfr. *Nomad Acquisition Corp. v. Damon Corp.*, 1988 Del. Ch. LEXIS 133 (Del. Ch. Sept. 16, 1988); *Tate & Lyle PLC v. Staley Continental, Inc.*, 1988 Del. Ch. LEXIS 61 (Del. Ch. May 9, 1988); *California Pub. Employees Ret. Sys. V. Coulter*, 2005 Del. Ch. LEXIS 54 (Del. Ch. Apr. 21, 2005).

⁸⁹ Cfr. *Black & Decker Corp. v. American Std., Inc.*, 682 F. Supp. 772 (D. Del. 1988).

⁹⁰ Cfr. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

⁹¹ Cfr. *International Ins. Co. v. Johns*, 874 F. 2d 1447 (11th Cir. 1989). En este caso el tribunal halló que el propósito de los “Golden Parachutes” era el de retener un grupo de talentosos directores y no una “takeover defense”.

⁹² Cfr., por ejemplo, *Gaillard v. Natomas Co.*, 208 Cal. App. 3d 1250, 256 Cal. Rptr. 702 (Cal. App. 1989): en este caso el tribunal declaró que no eran aplicables al “inside director” beneficiario del Golden Parachute, los principios de la Business Judgment Rule, pero sí son aplicables al director “externo”. El tribunal valoró también el problema del “timing” de la decisión de otorgar un “Golden Parachute” con posterioridad al conocimiento de la oferta de adquisición del control societario, lo que en nuestra opinión puede dar lugar a un aprovechamiento indebido de información privilegiada, a conflictos de interés y en último término a un abuso de facultades decisorias por parte del directorio.

⁹³ Cfr. *Purser v. Enron Corp.*, 1988 U.S. Dist. LEXIS 15516 (W.D. Pa. Dec. 5, 1988).

⁹⁴ Así, por ejemplo, puede verse, como parte del Tax Reform Act de 1984, los límites al monto de tales acuerdos regulados en el Internal Revenue Code (I.R.C.) §§ 280G & 4999. En algunos casos los montos indemnizatorios de los Golden Parachutes han ascendido a 364 veces el salario de un empleado medio de la sociedad, como ha sido destacado por la prensa especializada.

Corporation (FDIC) a este tipo de pagos a los directores por parte de entidades financieras⁹⁵.

Dado que las demandas que ponen en tela de juicio los “*Golden Parachutes*” son juicios del tipo “*derivative suit*”, es necesario que la calidad de accionista no se pierda a lo largo del juicio, especialmente cuando ese carácter se pierde como consecuencia de una negociación de cambio de control societario que engloba ese tipo de pagos a los directores⁹⁶.

9. Intereses a tener en cuenta

En la jurisprudencia de Estados Unidos se ha planteado qué intereses deben proteger los directores de sociedades en el momento de decidir una negociación de toma de control societario.

El panorama general de la jurisprudencia es el siguiente:

1. La Corte Suprema de Delaware brindó un criterio amplio sobre el tema en un trascendente fallo de 1985 (“Unocal”)⁹⁷, conforme al cual los directores deben proteger no sólo los intereses de los accionistas sino también los de los acreedores, clientes, empleados e incluso también la comunidad en general.
2. El mismo tribunal poco después adoptó un criterio más restrictivo en el caso *Revlon*⁹⁸, al interpretar el caso anterior, según el cual todos los intereses que no estén referidos a los de los accionistas sólo pueden tener consideración en la medida en que se relacionen con ellos. Como una consecuencia de este criterio, se estableció que los directores deben actuar como “rematadores” según las circunstancias y deben vender la empresa al mejor postor. En definitiva, los intereses de otras partes distintas de los accionistas no están protegidos⁹⁹.

⁹⁵ Cfr. 12 U.S.C. # 1828(k).

⁹⁶ Cfr. *Lewis v. Anderson*, 477 A.2d 1040 (Del. 1984).

⁹⁷ Cfr. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 954-55 (Del. 1985).

⁹⁸ Cfr. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A. 2d 173 (Del. 1986). En 1989 se dictaron al menos dos casos en el mismo sentido.

⁹⁹ Sobre las discusiones sobre la protección de los intereses de los accionistas puede consultarse Theodore N. Mirvis, Paul K. Rowe, & William Savitt, All Responses: Bebchuk's "Case For Increasing Shareholder Power": An Opposition, 118 Harv. L. Rev. F. 43 (2005).

3. El mismo tribunal al parecer volvió al criterio del primer caso "Unocal" en el caso "Paramount"¹⁰⁰ según el cual los directores deben proteger no sólo los intereses de los accionistas sino también los de otras partes distintas de ellos¹⁰¹.
4. En un intento de evitar el estrecho criterio del caso Revlon, algunos Estados de la Unión han dictado normas societarias locales a fin de que los directores consideren no sólo los intereses de los accionistas sino también los de otras partes, tales como los empleados, proveedores, acreedores y clientes como así también los intereses de la economía nacional y estatal, tanto en el corto como en el largo plazo¹⁰². Esta política ha sido objeto de acerbos críticas¹⁰³.

10. Responsabilidades de los directores conforme al régimen del Employee Retirement Income Security Act de 1974 ("ERISA")

Los planes previstos en la "*Employee Retirement Income Security Act*" de 1974 ("ERISA") en beneficio de los empleados de la sociedad a adquirir (sociedad "target") pueden entrar en conflicto con la política del directorio respecto de las fusiones y adquisiciones, particularmente en el caso de que un miembro del directorio es el fiduciario del plan, a cuyo cargo están las inversiones necesarias para llevarlo a cabo. De este modo puede plantearse un conflicto de intereses en su doble carácter de ejecutor del plan y de su papel de director, en el que están involucradas sus obligaciones fiduciarias respecto de la sociedad que dirige. Un

¹⁰⁰ Cfr. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

¹⁰¹ Otros tribunales han seguido este criterio, equiparando a los accionistas con otros terceros, como por ejemplo, para el caso de Pennsylvania: *Norfolk Southern Corp. v. Conrail, Inc.*, 1997 U.S. Dist. LEXIS 978 (E.D. Pa. Jan. 9, 1997). Sobre este caso véase: Valihura & Stark, *Fiduciary Duties Derailed? Appropriation of Director's Duties in the Battle for Control of Conrail*, 24 Iowa J. Corp. L. 29 (1998) y Hecht, *The Little Train That Couldn't: Did the Pennsylvania Anti-Takeover Statute Fail to Protect Conrail from a Hostile Suitor?*, 66 Fordham L. Rev. 931 (1997).

¹⁰² Estas normas han sido dictadas en al menos 24 Estados, como por ejemplo en el Ohio Rev. Code Ann. # 1701.59(E). Sobre el tema puede verse Leung, *The Inadequacy of Shareholder Primacy: A Proposed Corporate Regime that Recognizes Non-Shareholder Interests*, 30 Colum. J. L. & Soc. Probs. 587 (1997) y Oswald, *Shareholders v. Stakeholders: Evaluating Corporate Constituency Statutes Under the Takings Clause*, 24 Iowa J. Corp. L. 247 (2005).

¹⁰³ Cfr., por ejemplo, Hanks, *Non-Stockholder Constituency Statutes: An Idea Whose Time Should Never Have Come*, Insights, Dec. 1989, at 20.

caso relevante sobre esta cuestión es el recaído en *Donovan v. Bierwirth*¹⁰⁴, en el que se declaró ineficaz la oferta de adquisición de acciones para la toma de control societario, haciéndose lugar a las defensas respectivas, lo que provocó la disminución del precio de las acciones, lo que afectó finalmente a los planes de pensiones.

Otra técnica defensiva en contra de la toma de control societario son los ya estudiados supra "*employee stock ownership plan*" (ESOP) mediante la cual los empleados adquieren una considerable cantidad de acciones de la sociedad. En un relevante caso de 1984¹⁰⁵ se decidió que los directores de la "*target corporation*" deben acreditar el beneficio del plan para los empleados y no debe ser usado como una mera defensa de los directores para conservar el gobierno societario ("*managerial entrenchment*") frente a la alternativa de la toma de control societario. Aplicando esta distinción en otros casos el tribunal valoró las siguientes circunstancias para juzgar la virtualidad de la defensa: el "timing" de la ESOP, su impacto sobre las finanzas de la sociedad, la identidad de los directores ejecutores del plan y los titulares de las acciones societarias controladoras del ESOP¹⁰⁶.

Autores como Knepper¹⁰⁷ han puesto de relieve las circunstancias que deben tener en cuenta los directores encargados de ejecutar el plan de ERISA, en el contexto de su utilización como defensa al intento de toma de control, a saber:

1. Mantener su independencia y la de los asesores de la sociedad, especialmente en casos de conflicto de intereses de ellos.
2. Hacer una investigación documentada de las alternativas de la inversión del plan y de la toma de control.
3. Especialmente documentar todas las tomas de decisión sobre tales cuestiones, a fin de poder acreditarlas en juicio.
4. Evitar intervenir en la decisión de la "*target corporation*" en la suerte de la oferta de adquisición de control, considerando en su caso la posibilidad de abstenerse de votar o bien a renunciar a las funciones de ejecutor del plan de ERISA.

¹⁰⁴ Cfr. *Donovan v. Bierwirth* 538 F. Supp. 463 (E.D.N.Y. 1981), *aff'd* as modified, 680 F. 2d 263 (2d Cir.), cert. denied, 459 U.S. 1069, 74 L. Ed. 2d 631, 103 S. Ct. 488 (1982).

¹⁰⁵ Cfr. *Norlin Corp. v. Rooney, Pace, Inc.* 744 F. 2d 255 (2d Cir. 1984).

¹⁰⁶ Cfr., por ejemplo, *Buckhorn, Inc. v. Ropak Corp.*, 656 F. Supp. 209 (S.D. Ohio 1987), *aff'd* without opinion 815 F. 2d 76 (6th Cir. 1987).

¹⁰⁷ Cfr. Knepper, et al., Vol I, 14-45.

11. Legislación Estatal

Paralelamente a los fallos locales o federales los Estados de Estados Unidos han legislado normas estatutarias acerca de la responsabilidad de los directores de sociedades, específicamente en el ámbito de las tomas de control, en al menos 37 Estados¹⁰⁸.

En algunos casos la Corte Suprema de los Estados Unidos ha declarado la inconstitucionalidad de algunas de estas normas estatales por violar la libertad de comercio interestatal¹⁰⁹, lo que motivó una “segunda generación” de normas estatales sobre tomas de control, las que, a su vez, en algunas oportunidades fueron declaradas también inconstitucionales por tribunales federales inferiores debido a que o bien esas normas interfieren con la libertad de comercio interestatal o bien están en conflicto con normas federales del mercado de capitales respecto a “*tender offers*” contenidas en la *Williams Act* de 1968¹¹⁰. Por otra parte en numerosas ocasiones las sociedades emiten normas defensivas a las tomas de control societario en sus propios estatutos, lo que a su vez ha motivado reclamos por “*managerial entrenchment*” contra los directores.

12. Minority Shareholder Squeeze-outs

Los “*squeeze outs*” son técnicas para eliminar o reducir los intereses de los accionistas minoritarios en una sociedad y pueden darse en numerosos contextos societarios con una mayor o menor libertad del minoritario para aceptar las condiciones del negocio¹¹¹ y consisten en adquisiciones de partes de interés o

¹⁰⁸ Cfr. *ibídem*. Sobre el tema puede verse Johnson & Millen, *Missing the Point about State Takeover Statutes*, 87 Mich. L. Rev. 846 (1989). Sobre las relaciones entre los Estados y el derecho federal sobre los temas de este trabajo puede verse: Renee M. Jones, *Rethinking Corporate Federalism In The Era Of Corporate Reform*, 29 Iowa J. Corp. L. 625 (2004).

¹⁰⁹ Cfr. *Edgar v. MITE Corp.* 457 U.S. 624, 102 S. Ct. 2629, 73 L. Ed. 2d 269 (1982) (este caso se refirió al Estado de Illinois).

¹¹⁰ Cfr., por ejemplo, *Mesa Petroleum Co. v. Cities Serv. Co.*, 715 F. 2d 1425 (10th Cir. 1983); *Telvest Inc. v. Bradshaw*, 967 F. 2d 576 (4th Cir. 1983); *Martin-Marietta Corp. v. Bendix Corp.*, 690 F. 2d 558 (6th Cir. 1982). No obstante, en el caso *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of Am.*, 481 U.S. 69, 89 (1987) la Corte Suprema falló a favor de la constitucionalidad de un nuevo estatuto local, *Control Share Acquisition Act* de 1986 de Indiana. Una mayor información sobre la constitucionalidad de algunos estatutos locales y sobre algunas de sus cláusulas usuales puede verse en Knepper, Vol. I, 14-47, nota 6 y ss.

¹¹¹ Cfr. *Black's Law Dictionary*, West Publishing Co., St. Paul, Minn, 6th. Ed., 1990, p. 1403.

acciones de un pequeño grupo de accionistas por otro accionista de una sociedad capitalista mediante un pago en dinero, institución regulada en las normas societarias estatales o locales. Frecuentemente el comprador de esas acciones de minoritarios es el accionista de control, quien se sirve de esta técnica para asegurarse el resultado de las votaciones, la elección de la mayoría de los directores, etc. Los autores mencionan algunas prácticas frecuentes por parte del accionista de control tales como resistirse a distribuir dividendos, reducir las ganancias de la sociedad a través de salarios y bonus exorbitantes, fijación de altos alquileres o pagos de altos honorarios o servicios personales, venta o transferencia de activos, préstamos de dinero con importantes tasas de interés y fusión con sociedades ajenas a los minoritarios. Estos comportamientos pueden dar lugar a responsabilidades de los directores¹¹².

Cuando existe peligro de abusos en perjuicio de los minoritarios –por ejemplo, además de los mencionados, en casos de conflictos de interés por fusiones con otras sociedades de propiedad del accionista mayoritario (fusiones entre controlantes y controladas)- los tribunales típicamente se abstienen de aplicar los principios protectorios de la *Business Judgment Rule*¹¹³ y, en esos casos, los directores deben demostrar la “*entire fairness*” de las operaciones negociales cuestionadas respecto de los minoritarios¹¹⁴. No obstante este último criterio o extremo ha sido ensanchado eliminando la necesidad de mostrar un propósito válido de la fusión y que basta con demostrar el “*fair dealing*” y el “*fair price*” de la operación respecto de los accionistas minoritarios¹¹⁵. Existen casos posteriores de la Corte Suprema de Delaware en los que se describe concretamente el contexto circunstancial de este “*entire fairness standard*”¹¹⁶ y también en un caso de una fusión entre sujetos a través de un accionista controlante¹¹⁷. También los accionistas minoritarios hallaron protección en un relevante fallo sistematizador sobre dicha “*fairness*” por la Corte Suprema de Alabama¹¹⁸.

¹¹² Cfr. Knepper, Vol. I, 14-49.

¹¹³ Cfr. Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 33 Del. Ch. 293, 93 A. 2d 107 (Del. 1952).

¹¹⁴ Cfr. Roland Int'l Corp. v. Najjar, 407 A. 2d 1032 (Del. 1979).

¹¹⁵ Cfr. Weinberger v. OUP. Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983), *aff'd* without opinión, Weinberger v. OUP. Inc., 497 A. 2d 792 (Del. 1985).

¹¹⁶ Cfr. Tri-Star Pictures, Inc. 634 A. 2d 319 (Del. 1993) y Kahn v. Lynch Communication Sys., 638 A 2d 1110 (Del. 1994), *aff'd*, 669 A. 2d 79 (Del. 1995).

¹¹⁷ Cfr. Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A. 2d 242 (Del. 2001).

¹¹⁸ Cfr. Brooks v. Hill, 717 S. 2d 759, 765 (Ala. 1998).

13. Leveraged Buyouts (LBO).

Una “*leveraged buyout*” es un método de compra de acciones de una sociedad que cotiza públicamente mediante una financiación apalancada con fondos tomados en préstamo de bancos o de intermediarios bursátiles. El capital así utilizado para la operación es usualmente asegurado por la sociedad cuya adquisición se persigue (“*target company*”) con un repago generado por las ganancias o retornos de esa sociedad¹¹⁹. Frecuentemente se da en procesos de “privatización” societaria y puede dar lugar a supuestos de responsabilidad de los directores de modo semejante a lo que se ha estudiado precedentemente. Durante la década de los ochenta del siglo pasado la frecuencia, tamaño y sofisticación de este procedimiento en los Estados Unidos se vio aumentada y surgieron como alternativa financieramente atractiva a los tradicionales procesos de tomas de control.

Cuando los directores de la sociedad son también miembros del grupo oferente o comprador surge un evidente conflicto de intereses¹²⁰ que se intenta minimizar mediante el establecimiento de elaborados mecanismos procesales tales como la designación de comités especiales de directores independientes con sus asesores legales y financieros también independientes, como así también una mayor exposición informativa a terceros¹²¹. En algunos casos los directores fueron hallados responsables por daños¹²² y en otros los tribunales han brindado pautas para los deberes de cuidado y estándares de conducta para los directores en estas situaciones¹²³. La “*entire fairness doctrine*” estudiada precedentemente es aplicable a las *Leveraged Buyouts*¹²⁴.

En estos casos los tribunales han destacado la importancia de este comité especial de directores a fin de superar los posibles conflictos de interés y han detallado pautas para su funcionamiento independiente, a fin de asegurar la aplicación del concepto de la “*entire fairness*”, comprensiva de un adecuado “*fair dealing*” y un “*fair price*” en la operación de *Leveraged Buyout* como parte de una operación de toma de control. En este sentido se dijo que los miembros del comité deben ser nombrados por directores que no intervengan en la oferta de

¹¹⁹ Cfr. Black’s Law Dictionary, West Publishing Co., St. Paul, Minn, 6th. Ed., 1990, p. 906.

¹²⁰ Cfr. STV Eng’rs, Inc. v. Greiner Eng’g. Inc., 861 F. 2d 784 (3d Cir. 1988).

¹²¹ Cfr. Knepper, Vol. I, 14-55.

¹²² Cfr. Edelman v. Fruehauf Corp., 798 F. 2d 882 (6th Cir. 1986).

¹²³ Cfr. Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc. 559 A. 2d 1261 (Del. 1989).

¹²⁴ Cfr. Emerald Partners v. Berlin, 726 A. 2d 1215 (Del. Ch. 1999), vacated by, remanded by 787 A. 2d 85 (Del. 2001). En este caso el tribunal juzgó ilícito que un director estuviera “en ambos lados de la transacción”.

Leveraged Buyout; que los asesores legales y financieros deben ser nombrados por el comité especial; que ellos deben ser ajenos al gobierno de la sociedad; y que los miembros del comité deben tener autoridad tanto para negociar con los oferentes en competencia como para involucrarse en el proceso de subasta¹²⁵. En estos casos la exposición de los directores a la responsabilidad civil se ve incrementada porque el endeudamiento societario se incrementa, lo mismo que las demandas de liquidez derivadas del mismo, lo que puede generar insolvencia de la sociedad y otras disputas con los acreedores.

En el caso de las *Leveraged Buyouts* cuando el préstamo queda incumplido y la situación económica de la sociedad se acerca a la insolvencia a raíz de esa circunstancia, los acreedores pueden invocar exitosamente que la operación constituye una “*fraudulent conveyance*” en los términos del #548 del *Bankruptcy Code* o incluso por normas estatales sobre transacciones fraudulentas (como por ejemplo el *Uniform Fraudulent Conveyance Act*) por falta de equivalencia en las prestaciones contractuales, trayendo aparejada la nulidad de la operación de LBO¹²⁶.

14. Conclusiones de la investigación.

Como consecuencia de lo estudiado *supra*, podemos extraer las siguientes conclusiones esenciales de esta investigación, a saber:

1. Tanto en un ambiente de frecuentes tomas de control como de alianzas estratégicas la exposición de los directores de sociedades a la responsabilidad civil es alta.
2. La evolución de las normas sobre responsabilidad civil de los directores en Estados Unidos se encuentra muy desarrollada en el marco del derecho comparado, lo que amerita un estudio pormenorizado y comparatístico sobre sus posibles virtudes, ventajas y desventajas, desde la óptica del sistema continental europeo.

¹²⁵ Cfr., entre otros, *In re Formica Corp. Shareholders Litig.*, 1989 Del. Ch. LEXIS 27 (Mar. 22, 1989). Ver también el caso *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A. 2d 422, 429 (Del. 1977), sobre el rol protagónico del comité especial de directores.

¹²⁶ Existen pocos casos sobre este tema. Pueden verse, entre otros, *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 B.R. 488 (Bankr. N.D. Ill. 1988), en el que los acreedores concursales demandaron la responsabilidad de los directores por la insolvencia social derivada de la fracasada operación de LBO. Ver también *Brandt v. Hicks, Muse & Co., Inc.*, 208 B.R. 288 (Bankr. Mass. 1997).

3. En la actualidad la responsabilidad civil de los directores de sociedades está firmemente asentada en el derecho de los Estados Unidos, tanto a título de culpa o negligencia como de dolo.
4. En los Estados Unidos existen normas o principios generales sobre la responsabilidad civil de los directores de sociedades, tales como por ejemplo las derivadas de la *Business Judgment Rule*, que son aplicables a los casos de responsabilidad civil de ellos respecto de las operaciones de toma de control societario, fusiones y adquisiciones.
5. Asimismo existen normas específicas que regulan la responsabilidad civil de los directores en casos de toma de control societario, fusiones y adquisiciones que en algunos aspectos se apartan de las reglas generales y en otros casos las especifican con mayor detalle.
6. Es deseable y quizá conveniente que se regule la compensación patrimonial derivada de ilícitos civiles en casos de toma de control societario, fusiones y adquisiciones de forma detallada para cada especie de casos o supuestos de responsabilidad. En la actualidad esta es una materia poco regulada y en la que se registran muy pocos casos –al parecer- de responsabilidad civil derivada de ilícitos civiles específicos. La necesidad de compensar adecuadamente los daños civiles justificaría una elaboración de reglas de responsabilidad civil aplicables a cada supuesto de responsabilidad, o al menos en cada sector de ilícitos conforme la sistemática que siguen los autores norteamericanos y que se ha seguido en este trabajo. O bien, alternativamente puede ser prudente brindar pautas interpretativas de esas normas. Un estudio más profundo de estas cuestiones puede ser más ilustrativo, al menos como criterio interpretativo de las normas más generales existentes, para una más adecuada y justa aplicación de los principios del resarcimiento patrimonial en esta materia.