



**Centro de Estudios Sociedades, Fusiones y Adquisiciones
de Empresas**

**PROTECCIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL
EN OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE
EMPRESAS.**

**A PROPÓSITO DEL ARTÍCULO 151° DEL ANTEPROYECTO
DE LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES.**

Equipo investigador

**Dr. Jorge L. Conde Granados
(Presidente)**

**Bejarano Cutipa, Laura Lucero.
Campos López, Diego Alonso.
Ccasani Yupanqui, Camila Antonela.
Chávez Gómez, Diego Airthon.
Oliva Gonzáles, Miguel Alejandro.
Samamé Zúñiga, Eduardo Martín.**

2020

INDICE

INTRODUCCIÓN	5
1. HIPOTESIS	6
2. OBJETIVO GENERAL	6
3. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	6
4. METODOLOGIA	7
CAPITULO I: OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES	7
1. FUSIONES	7
1.1. CONCEPTO JURÍDICO	7
1.2. CONCEPTO ECONÓMICO	9
1.3. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE A LA FUSIÓN DE SOCIEDADES	10
1.3.1. REGULACIÓN SOCIETARIA	10
1.3.2. REGULACIÓN NOTARIAL Y REGISTRAL	10
1.4. CLASES DE FUSIÓN	11
1.4.1. POR ABSORCIÓN	11
1.4.2. POR INCORPORACIÓN	11
1.5. EFECTOS DE LAS FUSIONES SOBRE LOS SOCIOS Y LOS TERCEROS	12
1.5.1. CONTINUIDAD EN LA PARTICIPACIÓN	12
1.5.2. APLICACIÓN DEL TIPO DE CANJE	13
1.5.3. AUSENCIA DE DERECHO DE SEPARACIÓN	13
1.6. PROCEDIMIENTOS PARA LAS FUSIONES DE SOCIEDADES	13
1.6.1. FUSIÓN POR INCORPORACIÓN	14
1.6.2. FUSIÓN POR ABSORCIÓN	14
1.7. COMPARACIÓN LEGISLATIVA	15
1.7.1. COLOMBIA	15
1.7.2. ARGENTINA	18
1.8. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	22
1.8.1. UNIFICACIÓN SOCIETARIA	22
1.8.2. TRANSMISIÓN PATRIMONIAL EN BLOQUES Y A TÍTULO UNIVERSAL	23
1.8.3. EXTINCIÓN DE LAS SOCIEDADES INCORPORADAS A LA ABSORBENTE	24
1.8.4. VINCULACIÓN DE LOS NUEVOS ACCIONISTAS	25
1.9. EFECTOS DE LAS FUSIONES SOBRE LOS SOCIOS	25
1.9.1. CONTINUIDAD EN LA PARTICIPACIÓN	25
1.9.2. APLICACIÓN DEL TIPO DE CANJE	26
1.9.3. PRESERVAR EL DERECHO DE SEPARACIÓN	27
1.10. CONCLUSIONES	28
2. ADQUISICIONES	29
2.1. CONCEPTO	29
2.2. LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN	30
2.3. LA PROBLEMÁTICA DEL CUMPLIMIENTO Y EJECUCIÓN DE LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN	32
2.4. PROCESO PRE-ADQUISICIÓN	33
2.4.1. DELIMITACIÓN DEL OBJETO EMPRESARIAL	33

2.4.2.	CRITERIOS DE SELECCIÓN	35
2.4.3.	INDAGACIÓN DE LOS CANDIDATOS	36
2.5.	LOS PROCESOS DE ADQUISICION DE SOCIEDADES	36
2.5.1.	PROCESO DE COMPRA DE UNA EMPRESA.....	36
2.5.1.1.	EL MEDIADOR	36
2.5.1.2.	PRIMER CONTACTO.....	37
2.5.1.3.	LAS REUNIONES	37
2.5.1.4.	FASES DEL PROCESO DE ADQUISICIÓN	38
2.5.2.	PROCESO DE VENTA DE UNA EMPRESA	39
2.5.3.	LAS NEGOCIACIONES.....	40
2.5.4.	EL PRECIO.....	41
2.5.5.	LA CARTA DE INTENCIÓN	41
2.5.6.	EL ANUNCIO DE PRENSA	42
2.5.7.	EL CIERRE DE LA OPERACIÓN	42
2.6.	LOS ACTOS DE ORGANO DE ADMINISTRACIÓN	42
2.6.1.	ADQUISICIÓN POR UN SOCIO DE CONTROL	43
2.6.2.	CONFLICTO DE INTERÉS TRANSACCIONAL.....	43
2.6.3.	ABSTENCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD	44
2.7.	ADQUISICIÓN HOSTIL	44
2.7.1.	ADQUISICIÓN DE UN PAQUETE DE ACCIONES.....	45
2.7.2.	EL INICIO DE LA OFERTA.....	45
2.7.3.	POISON PILL.....	45
2.7.3.1.	OTRAS PÍLDORAS.....	46
2.7.3.1.1.	PILDORA VENONOSA SUICIDA	46
2.7.3.1.2.	DEFENSA MACARRONES.....	46
2.7.3.1.3.	OPCIÓN DE VENTA VENENOSA.....	46
2.7.4.	ARMAS TÁCTICAS OFENSIVAS-DEFENSIVAS.....	47
2.7.4.1.	BEAR BUG	47
2.7.4.2.	CAMPAÑA DE PRENSA	47
2.7.4.3.	COMPARACIÓN DE RESULTADOS.....	47
2.7.4.4.	PROMESA DE DIVIDENDOS.....	48
3.	CONCLUSIONES.....	48

CAPÍTULO II: EL ROL DE LOS ADMINISTRADORES SOCIALES EN OPERACIONES DE M&A..... 49

1.	IMPORTANCIA	49
2.	JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS.....	49
2.1.	ATRIBUCIONES	50
2.2.	DECISIONES.....	51
3.	DIRECTORIO	52
3.1.	ATRIBUCIONES	53
3.2.	RESPONSABILIDADES	55
4.	GERENCIA GENERAL	56
4.1.	ATRIBUCIONES	56
4.2.	RESPONSABILIDADES	58

5. OTROS ACTORES RELEVANTES:.....	59
5.1. PRESIDENTE DEL DIRECTORIO	59
6 .EL ADMINISTRADOR JUDICIAL	61
7. EL PRESIDENTE DE LA JUNTA DE ACREEDORES.....	62
CAPITULO III: EL ARTÍCULO 151 DEL ANTEPROYECTO DE LEY GENERAL DE SOCIEDADES: LA PROTECCIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL.....	63
1. CONSIDERACIONES PREVIAS.....	63
2. CONCEPTO	65
3. PRESUPUESTOS DE APLICACIÓN.....	68
4. ACERCA DEL PRINCIPIO O ESTÁNDAR DEL “BUEN HOMBRE DE NEGOCIOS”	70
5. RELACIÓN CON LOS DEBERES FIDUCIARIOS	73
5.1. DEBER DE DILIGENCIA.....	74
5.1.1. DEBER DE EJERCICIO EFICIENTE	75
5.1.2. DEBER DE VIGILANCIA O SUPERVISIÓN	75
5.1.3. DEBER DE INFORMACIÓN	76
5.2. DEBER DE LEALTAD	76
5.2.1. CONCEPTO	76
5.2.2. ACERCA DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS	77
5.2.3. RÉGIMEN DE DISPENSA Y AUTORIZACIÓN	77
6. ORÍGENES JURISPRUDENCIALES	78
6.1. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO PERCY VS. MILLAUO (1829)	78
6.2. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO LESLIE VS. LORILLARD (1888)	79
6.3. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO DODGE VS. FORD MOTOR CO. (1919).....	80
6.4. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO SMITH VS. VAN GORKOM (1985).....	83
7. LEGISLACIÓN COMPARADA	88
7.1. LEGISLACIÓN ARGENTINA	88
7.1.1. EL DEBER DE BUENA FE EN LA ADMINISTRACIÓN SOCIETARIA Y EL PRINCIPIO DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL Y LA REGLA DEL JUICIO DE NEGOCIOS.....	88
7.2. LEGISLACIÓN COLOMBIANA	89
7.2.1. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES SOCIALES	89
8.LA INCLUSIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL EN EL ANTEPROYECTO DE LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES	90
8.1. TRATAMIENTO EN NUESTRA LEGISLACIÓN ACTUAL.....	90
8.2. ÁMBITO CIVIL Y PENAL.....	90
8.3. ÁMBITO SOCIETARIO	91
9 . RESPECTO DE LA EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE SU INCLUSIÓN EN NUESTRA LEGISLACIÓN	92
CAPITULO IV: PROTECCIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL EN OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS	93
1. LA DEBIDA DILIGENCIA DE LOS ADMINISTRADORES Y SU DISCRECIONALIDAD EN FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	93
1.1. LA DEBIDA DILIGENCIA Y SU APLICACIÓN EN LA JURISPRUDENCIA ESTADOUNIDENSE	

1.2. CASO SMITH VS VAN GORKOM	94
1.3. LA REGULACIÓN DE LA DEBIDA DILIGENCIA EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES ..	96
1.4. PROTECCIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL.....	97
2. CUMPLIMIENTO POR PARTE DE LOS DIRECTORES CON SU ROL DEL DEBER FIDUCIARIO FRENTE A LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES	98
3. OBTENCIÓN POR PARTE DE LOS DIRECTORES DEL MEJOR TRATO PARA LOS ACCIONITAS. ¿CÓMO LOGRARLO?	100
4. DEMOSTRACIÓN POR PARTE DE LOS DIRECTORES QUE ENCONTRARON LA OFERTA MÁS ALTA O QUE SE BUSCARON OFERTAS ALTERNATIVA. LICITACIÓN DE LA EMPRESA EN PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	101
5. DOCUMENTAR TODAS LAS ACTIVIDADES DEL DIRECTORIO CON RELACIÓN A OBTENER LA MEJOR OFERTA EN PROCESO DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN. INDICAR Y/O ENUMERAR LOS DOCUMENTOS	102
5.1. MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO (MEMO OF UNDERSTANDING-MOU)	103
5.2. DUE DILIGENCE (DILIGENCIA DEBIDA).....	104
BIBLIOGRAFÍA	108
REFERENCIAS AUDIOVISUALES	112

INTRODUCCIÓN

Las operaciones de M&A entendida como Fusiones y Adquisiciones en nuestro país han venido siendo más notorias durante los últimos años, como resultado del auge y crecimiento económico experimentado en la última década, donde las empresas buscan incremento de valor a sus aportes para obtener un desarrollo superior y económico.

Las condiciones actuales del mercado producen una necesaria adecuación de las empresas en ámbito económico, esta importancia de los nuevos comportamientos empresariales conlleva a la utilización de figuras ya consolidadas en el ordenamiento privado como fusiones y adquisiciones de empresas. Situación que se viene utilizando con más frecuencia en el mercado económico empresarial.

A continuación, desarrollaremos un concepto sobre esta institución, pasando por los tipos de fusión que se admiten en nuestro ordenamiento jurídico siempre al amparo de la Ley General de Sociedades o más conocida como Ley N° 26887, además la incorporación de esta institución en dos países latinoamericanos y finalmente contará con una reflexión sobre lo explicado en este artículo.

1. HIPOTESIS

¿Es válido aplicar la Regla de la Discrecionalidad Empresarial en casos de decisiones de los administradores sociales en operaciones de fusiones y adquisiciones que no resultaron favorables para los intereses de la sociedad o los socios?

2. OBJETIVO GENERAL

Determinar si es válido aplicar la Regla de la Discrecionalidad Empresarial en casos de decisiones de los administradores sociales en operaciones de fusiones y adquisiciones que no resultaron favorables para los intereses.

3. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a. ¿Se justifica la incorporación del contenido de la Regla de la Discrecionalidad Empresarial del sistema jurídico anglosajón en el Anteproyecto de Ley General de Sociedades? .

- b. Determinar si se justifica la incorporación del contenido de la “Business Judgment Rule” norteamericana en nuestra legislación societaria.

4. METODOLOGIA

Tipo: Básica.

Nivel: Explicativo.

Diseño: Cualitativo.

Método: Mixto

CAPITULO I: OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

1. FUSIONES

1.1. CONCEPTO JURÍDICO

Las fusiones son la unión de dos o más personas que deciden unir sus patrimonios, y también optan por formar una nueva sociedad donde van a desarrollar sus actividades, las causas principales por las que se fusionan las sociedades son:

- a. Que aumenté los ingresos de las sociedades que se fusionan.
- b. Disminuir los costos de producción.
- c. Disminuir los intereses de capitales ajenos.
- d. Aumentar la productividad de la empresa.

La fusión es un caso especial de disolución de sociedades mediante la cual una sociedad se extingue por la transmisión total de su patrimonio a otra sociedad preexistente o que se

constituye, con las aportaciones de los patrimonios de dos o más sociedades que en ella se fusionan.

Tomamos en cuenta una definición planteada por un destacado doctrinario: "La fusión es la reunión en una sola sociedad de dos o más sociedades distintas. Es uno de los medios para realizar las uniones y concentraciones de empresas, pero jurídicamente la fusión supone que queda una sola empresa y que desaparezcan las demás."¹ (De Sola Cañizares, 1968, pp. 90-91)

Por otro parte, se menciona los caracteres esenciales de la fusión de empresas, señalando que es (Elías Laroza, 1999, p. 699) :

a) La transmisión en bloque y a título universal (in universum ius), de los patrimonios de las personas jurídicas que se extinguen.

b) La creación, como resultado de cualquier fusión, de un organismo social que, en su conjunto resultante, es enteramente nuevo, como forma acabada del vínculo entre las sociedades que participan en la fusión.

c) La extinción de la personalidad jurídica (y no la disolución sin liquidación), de las sociedades absorbidas o incorporadas.

d) La compenetración o agrupación de los socios y de las relaciones jurídicas de todas las sociedades que participen en la fusión, salvo excepciones.

e) La variación de la cifra del capital de la sociedad absorbente o incorporante, salvo excepciones".²

Cuando se va a hacer una fusión, se pueden fusionar sociedades de varias naturalezas, pueden ser de naturalezas distintas. Las sociedades pueden ser capitalistas o personalistas, si son personalistas lo que van a ver o en lo que se van a centrar es en la calidad de la persona que

¹ DE SOLA CAÑIZARES, Felipe. (1968). *Tratado de Derecho Comercial Comparado*. 3era Edición, Barcelona.

² LAROZA, Enrique. (1999). *Ley General de Sociedades Comentada*. 2era Edición, Lima.

desean que sea su socia o con la cual van a asociarse, es decir, por ejemplo, si se va a ser una sociedad de solo abogados o si va a ser una sociedad de solo ingenieros.

1.2. CONCEPTO ECONÓMICO

Las fusiones es parte de una actividad económica puesto que se transfieren los recursos a quien cuenta con una mejor situación económica para asumir dicha situación, desde un enfoque didáctico esto se aplica cuando un sujeto A le traslada parte del activo de una empresa a un sujeto B para que conformen la empresa X, donde ambas partes se benefician de esta operación.

La finalidad de las Fusiones consiste en crear valor para los accionistas e incrementar el valor de mercado de la compañía (Calampa y Vargas, 2017, p.21)³. Los autores analizan las operaciones de M & A desde la perspectiva del análisis económico del derecho (en adelante AED) empleando el Teorema de Pareto. Cabe resaltar que esta teoría cuenta con un doble enfoque: Primero, el Criterio de Pareto consiste cambiar una situación que constituye una mejora para el bienestar social siempre y cuando el bienestar del individuo no sea afectado (el que trasladó parte del activo de su empresa) y la situación de la otra parte mejore (el que recibió y conformó la otra empresa). Segundo, el Óptimo de Pareto donde el escenario es distinto ya que ningún individuo puede mejorar su situación sin afectar el bienestar de su contraparte en el negocio⁴.

Bajo esa misma lógica, la contratación será eficiente bajo la óptica paretiana debido a que el comprador está en una mejor posición porque adquiere algo que valorará más que su anterior propietario, *contrario sensus* el vendedor estará mejor si recibe un buen precio en vez del bien que se está desprendiendo.

Las operaciones comerciales se desenvuelven bajo incentivos, es decir, realizar algo trae beneficios sean personales, familiares o sociales, sin embargo, en las operaciones de M & A tanto el vendedor como el comprador resultan ser las ganadoras, porque las conductas que ambos realizaron resultan ser beneficiosas para ellos mismos. Por ende, concordamos con los autores en que la unión de una o más empresas sea mediante una fusión o adquisición tiene un fin principal: la sinergia corporativa⁵.

³ Calampa Villaorduña, M.A.; Vargas Castillo, M.J. (2017). Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú. Importación de cláusulas del Derecho Norteamericano y su implementación en las operaciones de adquisición empresariales, Tesis para obtener el grado de Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo. Universidad Esan, Lima- Perú.

⁴ Calampa Villaorduña, M.A.; Vargas Castillo, M.J. (2017). Op. cit. Pág. 19.

⁵ Calampa Villaorduña, M.A.; Vargas Castillo, M.J. (2017). Op. cit. Pág. 20.

El enfoque económico de una fusión está dirigido a que este mismo incrementaría el valor de las acciones en el mercado, el objeto social sería distinto, se incorporarían nuevos accionistas, entre otros cambios. De esta manera, se proyecta y analiza el valor en conjunto de las empresas bajo un mismo dueño y, si este valor es superior a cero, entonces la decisión de inversión de F&A resulta ser la adecuada, toda vez que ésta se encuentra por encima de la situación promedio⁶.

1.3. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE A LA FUSIÓN DE SOCIEDADES

1.3.1. Regulación societaria

La fusión de sociedades se rige bajo la Ley N° 26887 conocido como Ley General de Sociedades, encontrándose dentro del Libro Cuarto en la Sección Segunda que abarca la Reorganización de Sociedades.

En dichos acápites encontraremos las clases de fusión aplicables en nuestro ordenamiento jurídico, los requisitos del acuerdo de fusión, la aprobación del proyecto de fusión, contenido del proyecto de fusión, la convocatoria a junta general o asamblea, entre otros aspectos.

1.3.2. Regulación notarial y registral

En este caso todo acuerdo de fusión tiene que estar inserto en una escritura pública que es otorgado por el notario, asimismo, dicha escritura debe estar inscrita en los Registros Públicos porque este es un acto constitutivo de derecho ya que con ello se modifica el objeto social de una sociedad, la incorporación de nuevos accionistas, el patrimonio social, entre otros aspectos. La norma que versa sobre estos aspectos es la Resolución N° 200-2001-SUNARP-SN conocida como el Reglamento de Sociedades.

En el Título IV referido a las normas complementarias en el subcapítulo III que versa sobre la Fusión desarrolla aspectos como el contenido de la escritura pública, del asiento en las modalidades de fusión, la cancelación de partidas de las sociedades extinguidas, la fusión de sociedades con domicilios distintos y las inscripciones de transferencia de los bienes y derechos que integran el patrimonio transferido.

⁶ Calampa Villaorduña, M.A.; Vargas Castillo, M.J. (2017). Op. cit. Pág. 21.

1.4. CLASES DE FUSIÓN

Las formas para que se fusionen las empresas en nuestro país son dos:

1.4.1. Por absorción

Una de las sociedades que se fusionan subsista absorbiendo a la otra u otras, las cuales desaparecerán por disolución. Implica la absorción de una o más sociedades por otra sociedad existente, originando la extinción de la sociedad o sociedades absorbidas y la sociedad absorbente asume a título universal y en bloque los patrimonios de las absorbidas.

Son empresas mercantiles que intervienen, absorben a las otras empresas, es decir desaparecen las empresas menos una, la cual asumirá los bienes derechos y obligaciones de todas las empresas que intervienen en el acto.

Existe una sociedad mercantil llamada adsorbente que adquirirá los patrimonios de la sociedad adsorbida; por ejemplo, la empresa "B" transfiere sus recursos a la empresa "A", disolviéndose la empresa "B", es decir origina la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad o sociedades absorbidas. Por ejemplo: las empresas Caja Cajamarca y Financiera Credinka acordaron fusionarse, debiendo ser la sociedad con mayor capital y acciones la que asume los activos y pasivos de la otra sociedad, extinguiéndose esta última, debiendo ser el nuevo capital la suma de los patrimonios de ambas sociedades, con la emisión de las acciones a s/. 20.00 cada acción. La absorción de la caja rural Cajamarca de parte de la financiera Credinka fue autorizado por la superintendencia de Banca Seguros y AFP, esta operación le permite incrementar su cobertura hasta 100 mil clientes. De esta manera, Credinka se consolida como la cuarta financiera del sistema, con s/. 700 millones en colocaciones y la tercera en depósitos.

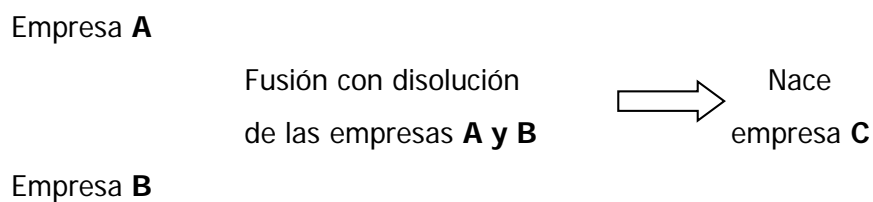
1.4.2. Por incorporación

Es la fusión de dos o más sociedades para constituir una nueva sociedad incorporante. Origina la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades incorporadas y la transmisión en bloque y a título universal de sus patrimonios a la nueva sociedad (Art. 344 LGS).

Se da cuando dos o más empresas deciden unirse en una sola y jurídicamente estas empresas desaparecen y se crea una empresa nueva que es la que asume los bienes, derechos y obligaciones de las otras empresas.

Ejemplo: La empresa Financiera Banco Bilbao, Vizcaya y Argentara acordaron fusionarse, sin embargo estas decidieron unirse jurídicamente en una sola empresa, estas empresas transmiten sus recursos netos como activos y pasivos a la nueva sociedad. Por lo que veamos lo siguiente:

- BBVA tendrá su estructura financiera compuesta por la suma de capitales de las 3 sociedades que desaparecerán.
- Esta es una fusión horizontal ya que los accionistas o socios de las empresas fusionadas que desaparecen son los mismos de la empresa fusionante que nace.



El proyecto de Fusión contiene la denominación, domicilio, capital y datos de la inscripción en el registro de las sociedades participantes; el número y clase de las acciones o participaciones; la fecha prevista para su entrada en vigor; los derechos de los títulos emitidos por las sociedades participantes que no sean acciones o participaciones; los informes legales, económicos o contables contratados por las sociedades participantes; las modalidades a las que la fusión queda sujeta.

1.5. EFECTOS DE LAS FUSIONES SOBRE LOS SOCIOS Y LOS TERCEROS

La doctrina menciona que los efectos sobre los socios y terceros que participan en una fusión son (Sebastián Quetglas; Jordano Luna, 2016, p. 731) :

1.5.1. Continuidad en la participación

Los socios de las sociedades extinguidas se integrarán en la sociedad resultante de la fusión, recibiendo un número de acciones o participaciones de la sociedad incorporada o absorbida, conforme el art. 344° de la LGS.

1.5.2. Aplicación del tipo de canje

El tipo de canje permite establecer la participación que corresponde a los socios de las sociedades que se extinguen en la resultante de la fusión. El canje debe constar en el proyecto de fusión donde exista una relación de las acciones o participaciones de las sociedades participantes en la fusión.

La Junta General antes de que se apruebe el proyecto, los directores o administradores deben informar sobre cualquier variación que exista sobre el patrimonio de las sociedades participantes desde la fecha en que se estableció el canje (Art. 351 LGS). Por otro lado, en el ordenamiento jurídico español, en su Ley de Modificaciones Estructurales que es el equivalente de la LGS establece en su art. 25.2: Cuando sea conveniente para ajustar el tipo de canje, los socios podrán recibir, además, una compensación en dinero que no exceda del diez por ciento del valor nominal de las acciones, de las participaciones o del valor contable de las cuotas atribuidas.

1.5.3. Ausencia de derecho de separación

El régimen general de la fusión no da derecho de separación a los socios porque al momento que se extingue la sociedad cuyo patrimonio será incorporado o absorbido por la otra sociedad, los socios o accionistas de esa sociedad extinguida recibirán acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad. Sin embargo, la modalidad de reorganización de sociedades que admite el derecho de separación es la transformación, regulada en el art. 338° de la LGS.

1.6. PROCEDIMIENTOS PARA LAS FUSIONES DE SOCIEDADES

Toda operación empresarial que conlleve a una fusión tiene que pasar por una serie de filtros porque sino la misma no es válida. Para ello deben cumplirse con las siguientes fases:

1.6.1. Fusión por incorporación

Deben seguirse necesariamente las siguientes etapas (Saavedra Gil. 2017):

- a) Acuerdo de la Junta General de Accionistas y de la sociedad incorporada.- Implica tomar en cuenta que los temas que se tratan en la agenda son la disolución y aprobación del balance, designación de representantes y otorgamiento de poderes.
- b) Acuerdo de la Junta General de Accionistas de la sociedad incorporante.- La agenda versa sobre los puntos relacionados a la fusión, aumento de capital, modificación parcial de estatuto, entre otros actos.
- c) Aviso de fusión.- Este requisito es necesario para que los accionistas tengan noción de cuando se va a celebrar la junta, la cual debe ser publicado 3 veces con intervalo de 5 días cada uno.
- d) Minuta de fusión por incorporación.- Los socios tienen que contar con su abogado para que elabore la minuta de fusión por incorporación y esta es elevada a escritura pública por el notario.
- e) Registros Públicos.- Una vez que esta es elevada a escritura pública, pasa por un filtro por parte del registrador público para que se determine si se inscribe o no en el registro correspondiente. Para estos actos tal como se señaló en los párrafos anteriores, la fusión es un acto constitutivo de derechos.

1.6.2. Fusión por absorción

Cuenta con las siguientes fases:

- a) Convocatoria a la Junta.- La convocatoria consta con una agenda con los siguientes tópicos: aprobación del balance, aumento de capital y la designación de un representante. En esa misma línea, el contenido de la convocatoria debe estar firmado por el directorio, si la sociedad no tiene directorio la convocatoria será firmada por el gerente general. La convocatoria debe publicarse con una anticipación no menor de 10 días a la celebración de la junta, y cada una de las empresas que piensan fusionarse debe realizar la convocatoria por separado.

- b) Acta de la empresa absorbida.- Los temas a discutir son la fusión de la sociedad, disolución, aprobación del balance, entre otros; los mismos contarán con el quórum determinado por ley y estatuto.
- c) Acta de empresa absorbente.- Para estos casos, en la agenda se tocarán los mismos puntos del acta de la empresa absorbida; añadiendo la modificación parcial del estatuto.
- d) Aviso de fusión.- El aviso se publica 03 veces, con un intervalo de 05 días cada uno.
- e) Minuta de fusión por absorción.- El abogado de la sociedad elabora la minuta de fusión por absorción y esta posteriormente es elevada a escritura pública ante notario.
- f) Inscripción en los Registros Públicos.- El registrador público evalúa si se inscribe o no el acto, al igual que en la fusión por incorporación este acto es constitutivo de derechos.

1.7. COMPARACIÓN LEGISLATIVA

En materia de M&A tomaremos en cuenta los siguientes países latinoamericanos:

1.7.1. Colombia

Las normas de las Fusiones y Adquisiciones se encuentran previstas en el Código de Comercio Colombiano del año 1971 emitido mediante Decreto N° 410, la cual vio conveniente establecer 4 tipo de fusiones:

- a) **Fusión por Creación.** - En términos sencillos, se basa en que dos o más sociedades se unen con el propósito de crear una nueva sociedad. La nueva sociedad nace mediante la transferencia de patrimonios- sean estos ingresos y gastos u obligaciones- y la migración de socios o accionistas de las sociedades disueltas.

Asimismo, estamos de acuerdo con la postura del doctor Narváez García⁷ (1996, p. 202), sostiene que la fusión por creación “se lleva a cabo cuando dos o más sociedades se disuelven y funden todo su patrimonio en una nueva sociedad, la cual las va a sustituir en todos sus derechos y obligaciones”.

⁷ Narváez García, J. I. (1980). *Teoría General de las sociedades*. Bogotá: Librería Profesional.

b) Fusión por Absorción.- Este tipo de fusión no va a constituir una sociedad, sino que una de las sociedades participantes en este proceso, se van a encargar de absorber el patrimonio, los derechos y obligaciones de las demás sociedades.

Los especialistas en la materia González Meneses & Álvarez⁸ (2014, p. 214), sostienen que esta modalidad “supone menos costos, una simplificación de los tramites y permite la presencia ininterrumpida en el mercado de la absorbente”.

c) Fusión Inversa.- Este caso es especial, ya que no ha sido regulado por el Código de Comercio, sino por una norma con rango menor que el de una ley- es decir- un oficio, y se definió a esta institución:

“Aquella fusión vertical por la cual una sociedad filial absorbe a su matriz, la que se disuelve transmitiendo la totalidad de su patrimonio y accionistas o socios a esta última, que la sucede en todos sus derechos y obligaciones”. Al tratarse la fusión inversa de una subclasificación de fusión, posee los elementos y características generales o comunes a toda fusión.”

d) Fusión Impropia.- Regulado en el Código de Comercio Colombiano, prescribe lo siguiente:

“**Artículo 180.** - Lo dispuesto en esta Sección podrá aplicarse también al caso de la formación de una nueva sociedad para continuar los negocios de una sociedad disuelta, siempre que no haya variaciones en el giro de sus actividades o negocios y que la operación se celebre dentro de los seis meses siguientes a la fecha de disolución⁹”.

De la misma forma, los requisitos para que esta fusión se lleve a cabo son los siguientes:

- 1) Que la nueva sociedad continúe con las actividades y negocios que venía desarrollando la sociedad disuelta;
- 2) Que dicha operación, se lleve a cabo dentro de los seis meses siguientes contados a partir de la fecha de la disolución;

⁸ González Meneses, M., & Álvarez, S. (2014). *Modificaciones Estructurales de las Sociedades mercantiles* (Segunda ed.). Madrid, España: Dykinson.

⁹ Código de Comercio Colombiano, aprobado mediante Decreto 410 del año 1971.

3) Que la decisión sea tomada por la junta de socios o asamblea de accionistas, con el quorum previsto en sus estatutos para la fusión o en su defecto para la disolución anticipada. (Artículo 173 del Código de Comercio)¹⁰.

e) Procedimiento de la Fusión. - Se debe contar con los siguientes estamentos, que vienen a ser los principales:

Convocatoria. - El acuerdo de fusión debe ser aprobado por el máximo órgano social (asamblea o junta de socios) de las sociedades que participarán en el proceso, por esta razón, 20 los representantes legales deben someter a la asamblea o junta de socios previamente convocadas, conforme a los estatutos y a la ley, el acuerdo o compromiso de fusión.

El motivo de dejar a disposición el compromiso de fusión en las oficinas de las sociedades participantes, es "informar a los socios o accionistas sobre las cargas, obligaciones y condiciones de la operación, para permitirles ejercer de forma consiente y fundamentada el derecho de voto o el derecho de retiro (Henaó Beltrán, 2013).¹¹"

Aprobación del Acuerdo de Fusión. - Todo ello de conformidad con la siguiente norma:

Art. 173°. - Convocado el máximo órgano social para decidir sobre la fusión de sociedades, se reunirá la asamblea de accionistas o junta de socios de cada sociedad para someter a estudio el compromiso de fusión a fin de que lo aprueben. La decisión debe ser aprobada con el quorum previsto en los estatutos de la sociedad para la fusión o en su defecto para las reformas estatutarias.

Anuncio al público. - Aprobado el acuerdo de fusión, los representantes legales de las sociedades que intervinieron en el proceso, darán a conocer al público la aprobación del acuerdo de fusión, mediante aviso publicado en un diario de amplia circulación nacional, el cual deberá reunir los requisitos previstos en el artículo 174 del Código de Comercio:

¹⁰ Álvarez Martínez, N.C. (2017). *Fusión de Sociedades en el Ordenamiento Jurídico Colombiano* (tesis de pregrado). Universidad Católica de Colombia- Facultad de Derecho, Bogotá D.C., pág. 16.

¹¹ Henaó Beltrán, L. F. (2013). *Tutela de los Socios de las Sociedades de Capital en las Operaciones de Modificación Estructural*. (D. d. Universidad Externado de Colombia, Ed.) Revista E-moratoria, Vol. 12, Núm. 1, pags.176-253.

- a) Los nombres de las compañías participantes, sus domicilios y el capital social, o el suscrito y el pagado, en su caso;
- b) El valor de los activos y pasivos de las sociedades que serán absorbidas y de la absorbente;
- c) La síntesis del anexo explicativo de los métodos de evaluación utilizados y del intercambio de partes de interés, cuotas o acciones que implicará la operación, certificada por el revisor fiscal, si los hubiere o, en su defecto, por un contador público¹².

Oposición de Acreedores. - Los acreedores que con ocasión de la fusión sufran un deterioro en sus intereses, pueden oponerse judicialmente conforme al artículo 175°, con el fin de que las sociedades participantes en el proceso de fusión conserven su posición jurídica, esto es, que no se pueda continuar con la fusión y que quede suspendida por decisión judicial, hasta que se cancele la obligación o se ofrezca una garantía suficiente a los acreedores.

Cabe aclarar que, si los acreedores no se oponen dentro del término previsto, el proceso de fusión continua y será la sociedad nueva o la absorbente la que responderá por los créditos, la misma situación se aplica en la Ley General de Sociedades en el Perú¹³.

Escritura Pública y su registro. - Un acuerdo de fusión a escritura pública debe reunir los siguientes estamentos:

- a) Copia de las actas en que se visualice la aprobación.
- b) Los balances que sirvieron de base para la fusión.
- c) El balance consolidado de la sociedad absorbente o de la nueva sociedad.

En síntesis, el registro de la escritura pública se deberá registrar en la Cámara de Comercio del domicilio principal quedando totalmente perfeccionada la operación y “no se hablará de acuerdo de fusión sino de fusión propiamente dicha, será entonces un verdadero contrato de fusión (Leal Pérez, 2000)¹⁴.

1.7.2. Argentina

¹² Álvarez Martínez, N.C. (2017). Pág. 22.

¹³ El subrayado es nuestro.

¹⁴ Leal Pérez, H. (2000). *Derecho de Sociedades Comerciales*. Bogotá: Leyer, pág. 323.

La normativa sobre M&A se encuentran reguladas en la Ley General de Sociedades N° 19.550, T.O. 1984 ubicada en la Sección XI denominada “De la Fusión y la Escisión” partiendo de un concepto sobre fusión:

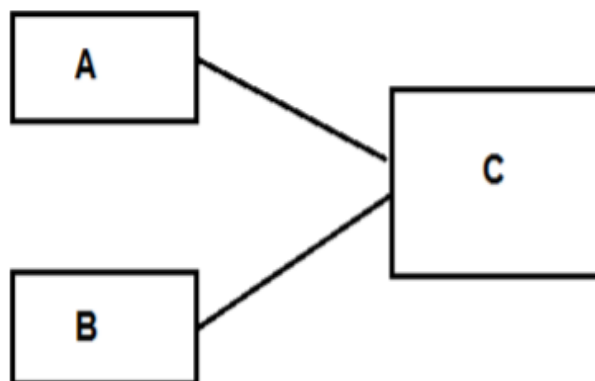
ARTICULO 82. - Hay fusión cuando dos o más sociedades se disuelven sin liquidarse, para constituir una nueva, o cuando una ya existente incorpora a una u otras, que sin liquidarse son disueltas.

Dentro de este artículo se menciona los efectos de las Fusiones:

La nueva sociedad o la incorporante adquiere la titularidad de los derechos y obligaciones de las sociedades disueltas, produciéndose la transferencia total de sus respectivos patrimonios al inscribirse en el Registro Público de Comercio el acuerdo definitivo de la fusión y el contrato o estatuto de la nueva sociedad, o el aumento de capital que hubiere tenido que efectuar la incorporante.

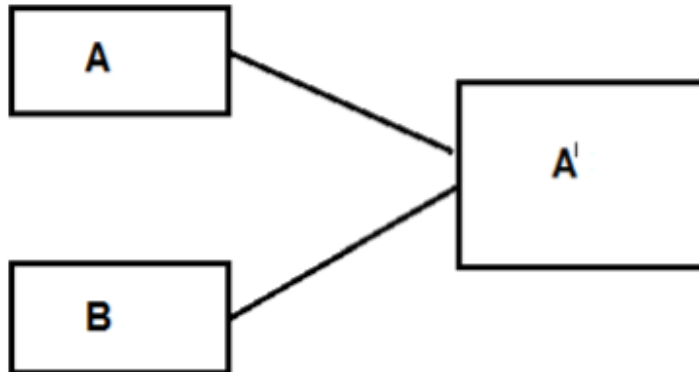
Para efectos prácticos, la ley contempla 3 tipos de fusiones las cuales ilustraremos en el siguiente apartado:

A) Fusión Pura. - Donde dos o más empresas de un tamaño equivalente, acuerdan unirse, creando una nueva empresa a la que aportan todos sus recursos; disolviendo las empresas primitivas”. Por ejemplo: $(A+B=C)$.



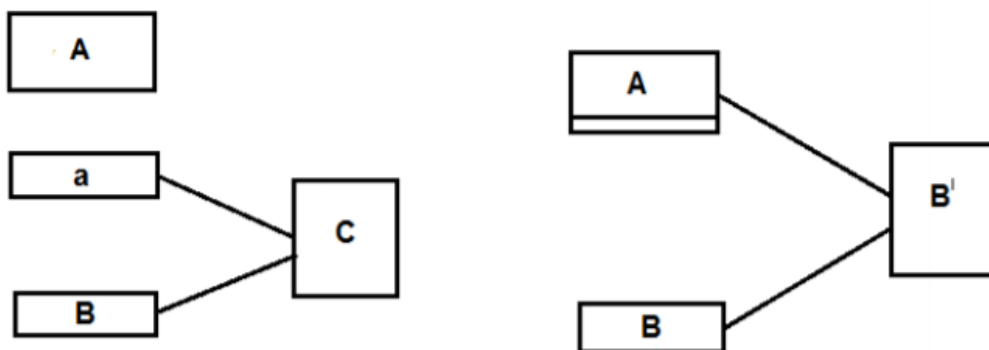
Fuente: Figura adaptada de Economipedia. Publicado el 5 de Agosto de 2015. Madrid

B) Fusión por Absorción. - Una de las empresas implicadas (absorbida) desaparece, integrándose su patrimonio en la empresa absorbente. La empresa absorbente (A), sigue existiendo y la absorbida (B).



Fuente: Figura adaptada de Economipedia. Publicado el 5 de Agosto de 2015. Madrid

C) Fusión por Aportación Parcial del Activo.- Un tipo de fusión diferente a la legislación colombiana, mediante la cual una sociedad (A) aporta tan sólo una parte de su patrimonio (a) junto con la otra empresa con la que se fusiona (B), bien a una nueva sociedad (C) que se crea en el propio acuerdo de fusión, o bien a otra sociedad preexistente (B), que se ve aumentando así su tamaño (B'); es necesario que la sociedad que aporta activos (A) no se disuelva.¹⁵



Fuente: Figura adaptada de Economipedia. Publicado el 5 de Agosto de 2015. Madrid

En segundo lugar, existen etapas que debe cumplir todo proceso de fusión, y estos son:

¹⁵ Guillermo Gelis, A. (2015). *Fusiones y Adquisiciones en Argentina entre 2008 y 2015 (trabajo de investigación)*. FCE- Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Cuyo- UNCUYO, pág. 8.

a) Compromiso previo de la fusión. - Los requisitos para que el compromiso se lleve a cabo son:

- La exposición de los motivos y finalidades de la fusión.
- Los balances especiales de fusión de cada sociedad, con informe de los síndicos, confeccionados sobre bases homogéneas y criterios de valuación idénticos.
- La relación de cambio de las participaciones sociales.
- El proyecto de contrato o estatuto de la nueva sociedad.
- Las limitaciones que las sociedades convengan en la respectiva administración de sus negocios y las garantías que establezcan para el cumplimiento de una actividad normal en su gestión, hasta que la fusión se inscriba.

b) Resoluciones Sociales. - Implica el tratamiento del compromiso previo en una reunión de directorio, que a su vez convoque a asamblea general extraordinaria para su aprobación por parte de los accionistas de cada una de las empresas vinculadas. Asimismo, contar la aprobación del compromiso previo de fusión y de los balances especiales por las sociedades participantes en la fusión, con los requisitos necesarios para la modificación del contrato social o estatuto.

c) Publicidad. - Se materializa mediante la publicación de edictos, con ello se informará a los terceros para dar lugar al régimen de publicidad y oposición que la ley de sociedades establece para tutela de los derechos de los acreedores: publicación por 3 días de un aviso en el diario de publicaciones legales de la jurisdicción de cada sociedad y en uno de los diarios de mayor circulación general de la República.

d) Acuerdo definitivo de fusión. - Consiste en la redacción del acuerdo definitivo de fusión, consideración de rescisiones, sí las hubiere, y elevación a escritura pública de todo lo actuado.

e) Inscripción Registral. - Se concretiza con la presentación de la documentación al organismo de control para su aprobación e inscripción. En la Capital Federal el Registro Público de Comercio y la Inspección General de Justicia funcionan en conjunto, por 10 tanto la inscripción es automática, una vez aprobado el expediente.

f) **Oposición de Acreedores.** - Dentro de los 15 días desde la última publicación del aviso, los acreedores de fecha anterior pueden oponerse a la fusión.

Las oposiciones no impiden la prosecución de las operaciones de fusión, pero el acuerdo definitivo no podrá otorgarse hasta 20 días después del vencimiento del plazo antes indicado, a fin de que los oponentes que no fueren desinteresados o debidamente garantizados por las fusionantes puedan obtener embargo judicial.

En todo proceso de fusión hay limitaciones, y estas prohíben que se puedan inscribir, teniendo en cuenta que el registro es constitutivo de derechos. Dicho registro garantiza el derecho de exclusividad (erga omnes) en el sentido de que ninguna otra empresa que quiera realizar alguna fusión se apodere de tu proceso que ya inscribiste. Las limitaciones son las siguientes:

- ✓ Las sociedades anónimas y en comandita por acciones sólo pueden formar parte de sociedades por acciones.
- ✓ Participación en otras sociedades, se señala que salvo las sociedades con objeto financiero o de inversión, no pueden mantener una participación en otra sociedad por un monto superior a sus reservas libres y a la mitad de su capital y reservas legales.
- ✓ Las participaciones recíprocas se determinan que es nula la constitución de sociedades o el aumento de su capital mediante participaciones recíprocas. Tampoco puede una sociedad controlada participar en la controlante ni en sociedad controlada por esta por un monto superior, según balance, al de sus reservas, excluida la legal.¹⁶

1.8. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

1.8.1. Unificación societaria

Se entiende por unificación societaria cuando una sociedad opta por fusionarse con una o más sociedades; ello simboliza que la composición societaria; económica y legal pasan a formar parte de una sola sociedad, tomando en cuenta que forman parte de una fusión: La transferencia de los activos (ingresos) y pasivos (pérdidas, se encuentran las deudas de la sociedad), la incorporación o modificación de los órganos de la alta dirección (la gerencia y el directorio), la

¹⁶ Galleti, E. (2001). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas (tesis de posgrado)*. Biblioteca de la Facultad de Ciencias Económicas "Alfredo L. Palacios" de la Universidad de Buenos Aires, pág. 19.

marca de la sociedad, los procedimientos de adquisición de bienes, etcétera. Para entender lo anterior, presentaremos un ejemplo: La empresa Tech Data cuyo giro de negocio era prestar servicios de mantenimiento a aparatos electrónicos, se fusionó con la empresa Compu Seller que se dedicaba a vender aparatos electrónico. La primera sociedad incorporaría los ingresos y deudas que pueda tener la segunda, formando parte de su estructura corporativa.

Según Messineo (1971, p. 561) sobre esta característica indica:

“La fusión tiene como finalidad práctica la formación de un organismo social nuevo, que, naturalmente, resultara de dimensiones mayores respecto de aquellos que se fusionan; la fusión constituye, desde el punto de vista técnico-jurídico, la forma externa de aquel fenómeno de los vínculos y coaliciones entre empresas (especialmente sociales) de que se hablará; pero es necesario añadir que, propiamente, la fusión suprime todo vínculo, puesto que conduce a la unificación jurídica, además de económica, de las dos o más empresas, dando lugar a un sujeto jurídico único allí donde, antes de la fusión, existían dos (o más)¹⁷”.

1.8.2. Transmisión patrimonial en bloques y a título universal

La Ley General de Sociedades en el artículo 344° prescribe que la fusión se efectúa mediante la transmisión en bloque y a título universal de los patrimonios, esto quiere decir que se lleva a cabo en un solo acto cuyo efecto es el traslado de la totalidad del patrimonio (entiéndase por ello a los activos y pasivos) de las sociedades absorbidas o incorporantes a la nueva sociedad- además- las sociedades absorbidas o incorporantes se extinguirían para que sus patrimonios formen parte de la nueva sociedad.

En ese orden de ideas, cuando la norma se refiere a la acepción título universal, según la Dra. Palmadera (2009) “se debe entender que los patrimonios de las empresas absorbidas o incorporadas a través de esta operación abarcarán, íntegramente, la adopción de los derechos, obligaciones, bienes, y demás que sean de propiedad de estas empresas para formar parte de la nueva compañía de manera automática¹⁸”.

Por otro lado, Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría (1987, p. 408) definen de manera puntual lo que debemos entender por transferencia a título universal, determinando lo siguiente:

¹⁷ Messineo, F. (1971). *Manual de Derecho Civil y Comercial*. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América.

¹⁸ Palmadera Romero, D. (2013). *Manual de la Ley General de Sociedades*. Editorial Gaceta Jurídica.

“El principio de la sucesión universal ayuda eficazmente al traspaso patrimonial de una a otra sociedad al permitir que los distintos bienes, derechos y obligaciones integrantes del patrimonio de la sociedad disuelta se transmitan en un acto. Si no se acepta este principio, habría que adoptar el lento y dispendioso procedimiento de descomponer la transmisión patrimonial en los singulares negocios jurídicos idóneos para la transmisión de los distintos elementos integrantes del patrimonio (la compraventa, la cesión de créditos, el endoso, etc.) y con ello las posibilidades prácticas de la fusión quedaron reducidas a cero. Con la cesión en bloque no habrá necesidad de que los administradores de las dos sociedades estipulen tantos contratos de cesión como sean los créditos, ni notificar el cambio de acreedor a los deudores, ni endosar las letras y demás títulos¹⁹”.

1.8.3. Extinción de las sociedades incorporadas a la absorbente

Esto es un efecto inevitable que afectará tanto a las sociedades incorporadas como a las sociedades absorbidas porque trae a colación el nacimiento de una nueva sociedad, dejando sin efecto la sociedad anterior.

La doctrina europea ha desarrollado dos posiciones jurídicas sobre esta característica. En primer lugar, tenemos quienes son partidarios de que luego de una fusión se elimina el vínculo social original. Tal como expresa el Dr. Girón (1976, p. 360):

“La idea contraria se basaría en el hecho de que, como los socios de las extinguidas, al momento de extinguirse estas, pasan a ser socios de la fusionante, existe una continuidad en la existencia de los lazos sociales. Pero este razonamiento olvida que sería otra la sociedad u otros los lazos jurídicos sociales²⁰”.

En sentido contrario, otro sector de la doctrina menciona que mediante la fusión se crea una nueva empresa, pero los vínculos societarios se mantienen inter-societariamente entre los socios y el propio giro de las empresas intervinientes; asimismo, se conservan los vínculos sociales entre los socios o accionistas porque pasan a formar parte de la nueva sociedad. Bajo la misma lógica, Alfredo de Gregorio (1976, pp. 262-263) señala:

¹⁹ Garrigues, J. (1987). *Curso de Derecho Mercantil*. Bogotá: Editorial Tecnos.

²⁰ Girón, J. (1976). *Derecho de Sociedades*. Madrid: Ed. Artes Gráficas Benzal.

“En la fusión ocurre normalmente, con la traslación de los socios a la sociedad incorporante, no solo el fenómeno ahora examinado (persistencia de un vínculo social no obstante la extinción del ente) sino una novación de la compleja situación resultante del vínculo mismo en un campo, como es el del estado de socio, en que la novación se habría podido considerar por si misma inaplicable²¹”.

1.8.4. Vinculación de los nuevos accionistas

Cuando estamos ante una operación de fusión sea que se adopte por cualquiera de las dos modalidades de la LGS, los socios de cada empresa sea la incorporante o la absorbida tendrán intereses comunes, teniendo así conversaciones en aras de salvaguardar los intereses de la nueva sociedad a efectos de que se desarrolle de manera eficiente en el mercado.

Según Uría y Garrigues (1987, p. 408), mencionan:

“No basta la confusión total de dos o más patrimonios sociales para que pueda hablarse de fusión en el sentido rigurosamente técnico. Fundir sociedades no es solamente unificar patrimonios, negocios o empresas; es algo más: es unificar grupos sociales que tienen un soporte humano de importancia decisiva. De ahí que la fusión, además de afectar a los elementos patrimoniales, lleve a establecer un vínculo directo entre los miembros de cada grupo. Los socios de cada una de las sociedades fusionadas se reagrupan en la sociedad única que personaliza la fusión. Por esto puede decirse que lejos de producirse la disgregación del vínculo social que liga a los distintos socios de las sociedades que se funden, se produce, en definitiva la ampliación de ese vínculo²²”.

1.9. EFECTOS DE LAS FUSIONES SOBRE LOS SOCIOS

1.9.1. Continuidad en la participación

Se refiere a que los socios de las sociedades extinguidas formarán parte de la nueva sociedad que fue originada fruto de la fusión, recibiendo así un porcentaje de acciones sean con o sin derecho a voto, participaciones sociales conforme a lo regulado en el artículo 362° de la LGS.

²¹ De Gregorio, A. (1950). *De las Sociedades y de las Asociaciones Comerciales. Colección de Derecho Comercial*. De Bolaffio, Rocco y Vivante. Tomo 6. Buenos Aires: Ediar.

²² Garrigues, J. y Uría, R. (1976) *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*. Madrid: Ed. Civitas .

Los derechos de los accionistas continúan inalterados en la sociedad incorporante o en la absorbente, a excepción de que se presente alguna modificación o compensación aceptada expresamente por los titulares.

Citando a Enrique Elías Laroza (1999, p.777):

“En nuestra opinión esta norma debe entenderse en su más amplio sentido, pues comprende toda clase de derechos que la sociedad haya reconocido en favor de terceros, que no sean acciones ni participaciones en el capital. No nos referimos ciertamente a pasivos u otras obligaciones contractuales frente a terceros, que la sociedad hubiese asumido, tales como deudas a proveedores o las originadas en la emisión y colocación de obligaciones u otros títulos de deuda. Estas emanan de contratos que la sociedad no puedes conocer, ya que una decisión unilateral de fusión, por parte de la persona jurídica no puede afectar a sus acreedores²³”.

Concordamos con la opinión del Dr. Enrique Elías cuando señala que los derechos que emanan de acuerdos societarios de carácter especial (en este caso es una fusión), a modo de ejemplo son los siguiente: Los derechos de terceros registrados ante la sociedad (Art. 8° LGS), los beneficios de los fundadores (Art. 72° LGS), las opciones (Art. 103° LGS), los títulos de participación en las utilidades (Art. 104° LGS), los derechos emanados de contratos preparatorios (Art. 41° LGS), cualquier otro derecho de naturaleza análoga.

1.9.2. Aplicación del tipo de canje

Como afirma Fernando Vives Ruiz (2016, p. 728) “el tipo de canje pretende establecer la participación que corresponde a los socios de las sociedades que se extinguen en la resultante de la fusión²⁴”.

No obstante, el artículo 347° inciso 6 establece los efectos del procedimiento para el canje de títulos. Cabe resaltar que esto no es necesario cuando la sociedad absorbente o incorporante no utilizan títulos de acciones o de participaciones, o en los casos de excepción en que no se produce, total o parcialmente, la generación de nuevas acciones o participaciones en la sociedad absorbente o incorporante²⁵.

²³ Op. Cit. P. 777.

²⁴ Sebastián Quetglas, R; Jordano Luna, M. (2016). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas: La Fusión de Sociedades*. Madrid: Ed. Wolters Kluwer España S.A.

²⁵ Op. Cit. P. 761.

En esa misma línea, el artículo 348° que prescribe la abstención de realizar actos significativos: “La aprobación del proyecto de fusión por el directorio o los administradores de las sociedades implica la obligación de abstenerse de realizar o ejecutar cualquier acto o contrato que pueda comprometer la aprobación del proyecto o alterar significativamente la relación de canje de las acciones o participaciones, hasta la fecha de las juntas generales o asambleas de las sociedades participantes convocadas para pronunciarse sobre la fusión (el subrayado es nuestro)”. El efecto de aplicar esta disposición es que las juntas de accionistas antes de optar por el acuerdo de fusión deben visualizar la situación patrimonial que simboliza el proyecto que fue aprobado por los administradores. Los directores asumen la responsabilidad sobre el contenido del proyecto de fusión que se va a ser susceptible a aprobarse frente a los socios de la sociedad, a excepción de los que se encuentren en el artículo 178° de la LGS.

Finalmente, el artículo 351° en el segundo párrafo que versa sobre el acuerdo de fusión señala: “ (...) Los directores o administradores deberán informar, antes de la adopción del acuerdo, sobre cualquier variación significativa experimentada por el patrimonio de las sociedades participantes desde la fecha en que se estableció la relación de canje (el subrayado es nuestro)”. Esta norma hace alusión a que nos encontramos ante una situación de hecho que puede traer consigo modificaciones al proyecto de fusión sea que lo haga la junta o la asamblea de los socios. No se considera a las variaciones causadas adrede como menciona el Dr. Elías Laroza (que es el supuesto del artículo 348°), sino aquellas que puedan haberse producido por otros motivos²⁶.

1.9.3. Preservar el derecho de separación

El derecho de separación en las fusiones se encuentran reguladas en el artículo 356° de la LGS. Esta facultad se ejerce bajo el amparo del artículo 200° de la LGS. Uno de los efectos del derecho de separación es que los socios que deseen apartarse deben ejercer sus derechos con la sociedad fusionante de la cual son socios o accionistas. Lo que podemos entender del artículo 356° es que cuando se ejerce el derecho de separación no va a liberar al socio de las responsabilidades personales que pudiesen corresponderle, de ser el caso, por las obligaciones de la persona jurídica que hubiesen sido contraídas con anterioridad a la fusión²⁷.

²⁶ Op. Cit. P. 765.

²⁷ Op. Cit. P. 772.

El propósito del derecho de separación es mantener a los socios minoritarios frente a determinados acuerdos de modificaciones societarias que significan cambios excepcionales en la estructura de la sociedad hacia las operaciones que vaya a realizar. Sin embargo, siguiendo a Ignacio Farrando (1998, pp. 158-159), quien comentando el régimen del derecho de separación de la anterior Ley de Sociedades Anónimas Española, norma que sirvió de inspiración para la dación de nuestra LGS; menciona lo siguiente:

"[...], la fecha en la que la sociedad recibe la declaración de separación también determina el momento en que, sin perjuicio de la revocación a la que antes hacíamos referencia, el socio pierde esta condición y por lo tanto no podrá ejercer los derechos inherentes a la misma (v.gr.: asistencia a las juntas, percibir dividendos, recibir información societaria, etc.). en efecto y frente a otras posibles fechas, somos de la opinión que en el día en la que la sociedad recibe la comunicación de la separación es la determinante para establecer el límite temporal del ejercicio de la cualidad de socio ya que parece ilógico hacer participar en la vida social y, por lo tanto, en sus resultados (positivos o adversos) a quien ha manifestado expresamente que no quiere continuar en la sociedad²⁸".

En síntesis, en palabras de Christian Núñez Copa (2018, p. 136) señala:

"En ese sentido, defendemos el reconocimiento del derecho de separación ante una fusión, reconociendo a su vez que las consecuencias de ello (pérdida de activos líquidos, afectación a la relación de canje, reducción de capital, etc.) podrán ser superadas acudiendo a otras herramientas jurídicas, en beneficio de la sociedad y de cara a la fusión²⁹".

1.10. CONCLUSIONES

En la actualidad, debido a la gran importancia que ha alcanzado la concentración empresarial y a la búsqueda de los empresarios y de socios inversionistas de buscar negocios que se adecuen a sus necesidades de desarrollo, de eficiencia y sobre todo de competitividad; deciden unir sus patrimonios y fusionarse empresarialmente en busca de mayor capital económico que beneficie a todas las empresas fusionadas.

²⁸ Farrando, I. (1998). *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*. Madrid: Ed. Civitas.

²⁹ Núñez Copa, C. (2018). *Fusión de Sociedades y Derecho de Separación* (Tesis para optar el título de Abogado). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho, Lima, Perú. Recuperado de https://pirhua.udep.edu.pe/bitstream/handle/11042/3483/DER-L_017.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Por tanto, la fusión de una empresa es el ejemplo típico de una concentración económica y además la forma más completa creada por la Ley General de Sociedades, tanto en estructura como en acciones.

Podemos encontrar en nuestra legislación dos modalidades de Fusión: Fusión por incorporación.

- Es cuando dos o más empresas (empresas incorporadas) transfieren, a título universal, sus patrimonios a una nueva empresa. Fusión por absorción: Es cuando uno o más empresas (empresas absorbidas) transfieren, a título universal, sus patrimonios a otra empresa (empresa absorbente).

Finalmente, en ambas modalidades se extingue la personalidad jurídica de ambas empresas, pero debemos preguntarnos: ¿Cuándo la empresa adquiere personalidad jurídica? y ¿Cuándo se extingue la personalidad jurídica de la empresa? Ante la primera interrogante responderemos que la empresa adquiere personalidad jurídica con su inscripción en los Registros Públicos. Con respecto a la segunda pregunta, esto ocurre cuando se inscribe la extinción de la empresa en los Registros Públicos. Es menester mencionar que, en ambas modalidades, no implica disolver y luego liquidar la empresa, sino que simplemente se extingue su personalidad jurídica.

2. ADQUISICIONES

2.1. CONCEPTO

Una empresa, mayormente, busca un crecimiento económico. Por esa razón, es muy común percibir ciertos mecanismos que utilizan para obtener dicha meta. Los mecanismos más perceptibles, en la actualidad, son las fusiones y adquisiciones de empresas. Si bien, no son los únicos mecanismos utilizados, pero sí son los más comunes.

Ahora bien, comentamos que una fusión consiste en un “acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad”³⁰. Las modalidades de unir dos o más sociedades, como lo mencionamos en

³⁰ Mascareñas, J. (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Universidad Complutense: Madrid.

líneas anteriores, son por absorción o incorporación. En ambas, observaremos que existirá una unión del patrimonio social.

En cambio, cuando nos referimos a “una adquisición de empresa” no se necesita de una unión o mezcla del patrimonio social para obtener el control de otra empresa. Esto quiere decir, que solo sería necesario obtener la mayoría de las acciones.

Por otro lado, si partimos de una definición de la palabra “adquisición” obtenemos que es “hacer propio un derecho o cosa que a nadie pertenece o que se transmite a título lucrativo u oneroso, o por prescripción”, también, se define con el verbo “Comprar”, según la DRAE. Por tanto, podemos entender a las operaciones de adquisición como aquellos procedimientos que se realizan para obtener (comprar) acciones o activos de una empresa.

Asimismo “las operaciones de adquisición se presentan sobre todo como un cauce o instrumento al servicio del proceso de concentración y reorganización de las empresas, que en términos generales permite a éstas ajustar o modificar su tamaño o configurar en función de sus necesidades operativas, de las exigencias del mercado, de su propia estrategia empresarial o de criterio financieros”³¹

Del mismo modo, en estas operaciones observamos un esquema en donde por una parte un titular de una empresa o de una participación de esta le trasmite a otro acciones o participaciones por un precio determinado, sin embargo, también podría existir el intercambio por medio de una permuta.

2.2. LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN

Antes de ingresar a los procesos pre-adquisición es importante entender cómo se materializan estos acuerdos en contratos. Es importante, mencionar un elemento muy relevante al momento de concretizar una adquisición, como es la asimetría informativa.

³¹ Quetglas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 49.

En muchas ocasiones el comprador o adquirente se encuentra en una situación obligada a confiar en la información suministrada por la otra parte. Por ello, es habitual la realización de exhaustivos procesos de due diligence tanto de la parte financiera como legal. No obstante, abordaremos esos procesos posteriormente.

Ahora, los contratos de adquisición debido a la asimetría informativa son categorizados como “instrumentos de asignación de riesgos, destinados a exceptuar o modular el reparto que en otro caso resultaría de las reglas dispositivas de los derechos de propiedad”.³² En ese sentido, se tiene el riesgo que se efectuó una incorrecta valorización de empresa y el riesgo a que se altere el valor de esta.

Dicho de esa forma, se busca una protección al adquirente de los riesgos existentes ante la decisión de adquirir una empresa o de fijar el precio de esta. Por ello, se utilizan mecanismos contractuales como manifestaciones o garantías. Es decir, lo que se busca es que la responsabilidad recaiga también en el vendedor.

También, existen las denominadas cláusulas de ajuste de precios, estos son mecanismos que “inciden sobre el cálculo del precio, que en esencia permite tomar en consideración e incorporar al contrato determinada información económica sobre el valor de la empresa adquirida que se revela, o que el comprador solo está en condiciones de verificar (...) que sirven para trasladar al vendedor ciertos riesgos referidos a la incorrecta valoración de la empresa o a su posible alteración durante el proceso de adquisición”.³³

Por último, existen mecanismos contractuales para lidiar con el riesgo de la alteración del valor durante el proceso de adquisición, que aparece desde el momento que se firma el contrato de compraventa y el cierre de operaciones. En la cual “los contratos suelen imponer al vendedor la obligación de continuar gestionando el curso ordinario de la empresa de conformidad con los mismos criterios y políticas aplicados en el pasado y, adicionalmente, que prohíban o sometan a autorización del comprador la realización de actos u operaciones de carácter extraordinario

³² Quetglas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 54.

³³ Quetglas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 56.

(reparto de dividendos, transmisión o adquisición de activos, pagos o deudas superiores a determinados umbrales, etc.)”.

2.3. LA PROBLEMÁTICA DEL CUMPLIMIENTO Y EJECUCIÓN DE LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN

En una adquisición de empresas es habitual que las partes estipulen en los contratos mecanismo que aseguren el cumplimiento de los acuerdos materializados en el contrato, en donde su objetivo es mitigar los riesgos y los costos que asumirá el comprador. Por ello, las partes se ven obligadas a estipular procedimientos específicos para la ejecución del contrato considerando un régimen de responsabilidad por parte del vendedor o el comprador.

Una figura muy importante es *“la habitual regulación en los contratos de adquisición del procedimiento a seguir por el comprador a los efectos de hacer valer y reclamar cualquier hipotética responsabilidad por incumplimiento de las declaraciones y garantías (plazos, forma y justificación de la reclamación, mecanismos de negociación o mediación, posible intervención de terceros, etc)”*, lo cual es un mecanismo de protección frente al incumplimiento por parte del vendedor.³⁴

En el caso del comprador, existen mecanismos de protección que puede utilizar en casos que tenga que exigir el cumplimiento y ejecución del contrato al vendedor por cualquier motivo. Un obstáculo es la dificultad que existe para perseguir al vendedor después del cierre de operaciones.

En efecto, es dificultoso exigir responsabilidad a un vendedor que ha liquidado sus inversiones o que se encuentre fuera del país (inubicable). En razón a ello, existe un mecanismo donde *“autorizan al comprador a retrasar el pago de una parte del precio hasta la expiración de un determinado plazo, durante el cual podrá aquél verificar la realidad de determinadas asunciones que le indujeron a la celebración o el establecimiento de las condiciones del contrato. Otras veces el pago se aplaza hasta que se resuelva una determinada contingencia que haya sido identificada*

³⁴ Quetglas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 59.

*durante el proceso de negociación”*³⁵, lo cual protege al comprador ante un incumplimiento por parte del vendedor.

2.4. PROCESO PRE-ADQUISICIÓN

2.4.1. Delimitación del objeto empresarial

Ahora bien, Cuando una empresa decide realizar una adquisición de empresa, tiene que tener un objetivo empresarial esclarecido que sea concordante con sus metas a futuro, para ello, se tiene que tener presente ciertos aspectos.

En primer lugar, determinar el sector industrial o de servicios, es decir, evaluar en que actividad quiere introducirse, si es dentro del mismo sector o uno nuevo. Si es un nuevo, es necesario estimar los posibles beneficios que generen al negocio existente. Valorar si los encargados de dirección puedan gestionar con eficiencia la nueva empresa o de lo contrario si sería necesario un nuevo equipo. Si es dentro del mismo sector, se tiene que evaluar si es más económico desarrollarse internamente o externamente. También, la conveniencia de invertir en el mismo sector. Es importante visualizar que respuesta se obtendría de los competidores ante esta operación. Por último, evaluar si la adquisición del nuevo negocio contraería posibles problemas de tipo legal, en especial, con las leyes antimonopólicas.

Por otro lado, es necesario enfocarnos en los productos o servicios que nuestra empresa quiere ofrecer a futuro. Asimismo, precisar si es que existe alguna carencia de la gama de servicios o productos que ofrece la empresa y si ésta sería subsanable sin mayor dificultad.

Otro punto importante, es cuestionarnos en que mercado se desea establecer. Obviamente, se tiene presente el mercado actual de la empresa, el mercado que se desea servir en el futuro, si esos mercados son de elevado crecimiento y observar en que mercados se está expandiendo la competencia.

³⁵ Quetzilas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 60.

Ahora, tenemos que fijar la cuota del mercado que se pretende conseguir, para ellos es necesario tener presente la cuota actual que tiene la empresa, las cuales, tienen que ser calculadas por producto, por gama de producto y por segmentos de mercado. Del mismo modo, identificar la cuota de mercado que se buscaría obtener en un determinado periodo. También, considerar si dicha operación trasgrede la legislación antimonopólica.

Por otro lado, hay que tener claro hasta donde queremos que crezca la compañía, porque el "tamaño no es sinónimo de rentabilidad. Así, por ejemplo, una empresa puede tener un activo valorado en 100 millones de euros y generar un beneficio de 20 millones con unas ventas de 200 millones; sin embargo, otra compañía cuyo activo valga 200 millones de euros puede generar un beneficio de 30 millones con unas ventas de 350 millones. Como se aprecia, la rentabilidad económica de la primera (el 20%) es superior a la de la segunda (el 15%) a pesar de que ésta última tiene una mayor cuota de mercado y un mayor tamaño."³⁶

Por ello, se evalúa la tasa actual de crecimiento de empresa respecto a las ventas, beneficios antes y después de impuestos, a los activos existentes, al capital invertido, a la deuda neta y a los dividendos, así también, identifica que parte del crecimiento puede ser conseguido únicamente a través de adquisiciones.

Es importante tener conocimiento de la inversión de capital que será necesaria. Primero, identificando si hay suficiente liquidez en la empresa y cuanto es el volumen mínimo que debería quedar para continuar con el funcionamiento de la empresa.

Otro punto importante, cuando una empresa decide expandirse en el exterior existen muchas alternativas, se tiene la opción de conseguir la adquisición de una empresa local, realizar un asociación o un Join Venture con una empresa local o constituir una compañía y empezar desde cero. No obstante, si se decide adquirir una empresa se tiene presente el país en donde se realizará la adquisición. En ese contexto, cuando se tiene claro en qué país se desea expandir, se debe examinar como resultaría la operación de adquisición si previamente existiera oficinas de

³⁶ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pag. 85.

representación, Join ventures o asociaciones con empresas locales o acuerdos con suministros de con otras empresas locales.

En ese sentido, se evalúa si el negocio se dirigirá desde la central o si actuara autónomamente, asimismo, si los encargados de la dirección local serán capaces de ejercer el control o se deberá establecer una segunda dirección. Y, por último, cuanto se estima que será la inversión en el extranjero.

El último punto, es en relación al riesgo soportado. Toda inversión siempre tiene un riesgo. Sin embargo, cuando se pretende invertir en el extranjero se debe considerar la legislación del país donde se pretende adquirir. Por tanto, prever que riesgos políticos podrían existir, así como, si el país es políticamente estable y si su gobiernos favorece la inversiones extranjeras. Por otro lado, nos debemos cuestionar si existe la posibilidad que la oposición llegue al poder, y de ser el caso, si sus políticas u objetivos puedan afectaron. De forma complementaria, investigar si existe riesgo económico, es decir, si la moneda del país estable. Por último, averiguar si en dicho país se permite la flexibilidad en el empleo o si es rígida.

2.4.2. Criterios de selección

La decisión de adquirir una empresa debe ser medita y analizada desde un panorama amplio. De modo que, realizar una adquisición requiere de tiempo y de una inversión grande. Ahora bien, una vez que determino el objetivo empresarial continua la búsqueda inicial de los candidatos. Para ello se tiene algunos consejos: "1. Los criterios para la aceptación de los candidatos deberán ser claros. 2. Revisar todas las empresas que entren dentro de los criterios. 3. Tendrán prioridad las empresas que cumplan los criterios básicos. 4. Confeccionar una lista con pocas compañías que acerquen al ideal buscado." ³⁷

Se recomienda que los criterios estén dirigidos a establecer la Clasificación industrial, el tamaño, la rentabilidad, apalancamiento, cobertura geográfica, cuota de mercado, entre otros. Estos criterios sirven tanto para elegir a los candidatos como para elegir una filial o división a vender.

³⁷ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 91.

2.4.3. Indagación de los candidatos

El siguiente paso es averiguar algunos datos importantes de los candidatos. Estos pueden ser, “los datos financieros, económicos, de mercado, referencias industriales, laborales³⁸”, entre otros.

Si bien, se debe de investigar lo más profundo posible, se debe realizar de manera sigilosa para que el mercado no nos detecte. Ya que, si esto pasara podría suceder que el precio del mercado de las empresas interesada ascienda rápidamente dificultando la operación u obligándonos a renunciar a ella. Por otro lado, de ser una empresa extranjera se debe tener en cuenta que el precio por la información será más costoso y meno fiables que adquirir lo mismo de una empresa nacional.

2.5. LOS PROCESOS DE ADQUISICION DE SOCIEDADES

2.5.1. Proceso de compra de una empresa

2.5.1.1. El mediador

Es el instrumento que conllevara a facilitar el dialogo entre dos partes. En el caso de una adquisición de empresa el rol de mediador lo desempeña un banco de inversión. El mediador también es un apoyo para ambas partes de una negociación que buscarás siempre un acuerdo mutuo. Ahora, un mediador tiene una característica importante que es la confidencialidad, de modo que, no se busca alertar al mercado.

Por otra parte, “El mandato al mediador deberá realizarse por escrito, fijándose los términos del acuerdo de prestación de servicios. Una vez que el mediador comienza a trabajar ayudará al cliente con objeto de conseguir una mayor claridad y definición de sus objetivos.”³⁹

³⁸ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 94.

³⁹ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 110.

2.5.1.2. Primer contacto

Una vez que hemos decidido que empresa nos convendría adquirir. Es momento de saber si esa empresa quiere realizar la operación con nosotros. Por tanto, es importante realizar el contacto con la persona adecuada. Obviamente, siempre se buscará el contacto con la persona más influyente en la empresa.

Por otro lado, "El contacto se puede realizar mediante una carta una carta exquisitamente suave (de nominada en inglés cold call) para que no sea interpretada como una oferta en firme por los directivos de la empresa objetivo y desencadene un importante rechazo con la consiguiente puesta en marcha de medidas defensivas o la apertura de un proceso de subasta en el que aparezcan otros potenciales compradores (...) El objetivo principal de esta comunicación es doble:

1. Informar de forma amistosa (nunca hostil) a la empresa objetivo del interés del comprador en establecer algún tipo de colaboración con ella.
2. Citar a los principales ejecutivos de la compañía objetivo a un encuentro con los de la adquirente, o con el propio intermediario, para discutir los posibles beneficios de dicha colaboración."⁴⁰

En definitiva, el primer contacto es crucial para realizar con éxito una operación de adquisición de empresa. De no ser así, se convertiría en una adquisición hostil. Por ello, es importante tener claro los objetivos que se buscan lograr y explicar detalladamente las razones por las cuales desean realizar dicha operación.

2.5.1.3. Las reuniones

Estas constituyen los momentos precisos para exponer el interés y el objetivo que se quiere lograr con esa operación. Por tanto, es muy importante elegir muy bien el primer lugar de la reunión. No es recomendable un lugar público porque pondría a descubierto la operación. El sitio debe ser un lugar cómodo y privado.

⁴⁰ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 110.

Es recomendable establecer una agenda respecto a los puntos que se trataran en la reunión. Por ello, es muy importante solicitar, de manera amigable, que nos brinde toda la información respecto al estado actual de la empresa.

En ocasiones las empresas brindan la información solicitada, pero antes te solicitan firmar una carta de confidencialidad. Esta carta consiste en “comunicar al comprador que cierta información proporcionada (...) es de vital importancia y, por tanto, no debe ser revelada so pena de dañar la situación del vendedor”. Ahora esta carta también implica “un compromiso de que las intenciones del comprador son serias, por lo que sería impensable que una compañía con buen nombre la firmara si no tuviera interés en proseguir la negociación.”

2.5.1.4. Fases del proceso de adquisición

Hemos desarrollado algunos puntos importantes dentro del proceso de adquisición, sin embargo, dicho proceso se puede resumir de un punto de vista amplio, de la siguiente manera:

" 1. Análisis económico y presentación de oferta no vinculante

- *Recepción y análisis de la información*
- *Valoración inicial de la empresa a adquirir*
- *Valoración y sinergias de ingresos y costes incrementales*
- *Valoración inicial conjunta de ambas empresas*
- *Presentación de una oferta no vinculante*

2. Captación de nuevos datos y oferta vinculante dependiente de las diligencias debidas.

- *Participación en la solicitud de información sobre la empresa a adquirir (o proceso de data room) que se considere relevante para poder realizar una oferta vinculante.*
- *Participación en las reuniones entre ambos equipos directivos. Mediante un cambio de impresiones con las personas clave de la empresa objetivo, se intentará contrastar su visión del mercado y de la propia empresa, detectando los factores positivos y los puntos débiles de la misma.*
- *Reajuste del modelo financiero a la luz de la información obtenida en los dos apartados anteriores, lo que aumentará su fiabilidad.*
- *Presentación de conclusiones.*

- *Presentación de una oferta vinculante dependiente de las diligencias debidas. El banco de inversión asesorará al adquirente en la redacción y presentación de la oferta vinculante, incluyendo los aspectos relativos a los contratos de compra venta, acuerdos accesorios (ancillary agreements) y acuerdo de accionistas.*

3. Negociación de contratos y cierre de la operación

- *Firma del acuerdo o carta de intenciones sujeto al pro ceso de diligencias debidas.*

- *Acuerdo de exclusividad, con objeto de que el vendedor no siga ofreciendo la empresa a otros compradores.*

- *Diligencias debidas.*

- *Revisión de resultados y posibles ajustes al precio.*

- *Negociación de contratos*

- *Cierre de la operación”⁴¹*

2.5.2. Proceso de venta de una empresa

En una adquisición de empresa vamos a encontrar una parte que desea adquirir un negocio y, por otro lado, otra parte que desea vender su negocio. En ese sentido, se debe analizar las razones por las cuales se decide vender una compañía o negocio.

Existen muchas razones por la cual se decide vende una empresa. La decisión puede estar al entorno del ámbito personal del propietario o de los accionistas del negocio. Por ejemplo: pueden existir motivos relacionados con los saludos del propietario o quizás conflictos entre socios u otras circunstancias.

Por otro lado, la decisión puede estar relacionado con alguna situación legal por parte de la empresa, asimismo, la competencia puede influir a que dicha empresa pueda sobrevivir por si sola obligándola a fusionarse o a vender dicha compañía.

⁴¹ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 114.

Por último, puede ligarse a una estrategia, para quizás evitar que se realice una toma de control hostil. O quizás, cuando se busca cambiar el objetivo principal de negocio y eso implica la venta de activos de la empresa para poder conseguir financiación.

2.5.3. Las negociaciones

Tanto en la fusión como en la adquisición, las negociaciones son los instrumentos para un acuerdo mutuo entre las partes. Por tanto, es una etapa muy importante del proceso de una operación de M y A.

Es muy importante resaltar algunas características de un buen negociador. La credibilidad es un aspecto muy importante en una negociación. Esta brindará confianza y certeza a la otra parte que la propuesta planteada es de buena fe. También, está ligado la naturalidad, la sinceridad y el realismo como características de un buen negociador.

Ahora, también es necesaria aprender a persuadir, para ello, "hay que crear un ambiente cordial ofreciendo atenciones especiales a los interlocutores y un entorno confortable para las conversaciones⁴²". En toda negociación, es importante no presionar a la otra parte, al contrario, tenemos que brindar un estado de confort.

Por otro lado, un negociador tiene que poseer una gran paciencia para controlar los impulsos de lanzar propuesta antes de tiempo o ponerse nervioso ante tácticas dilatoria de la otra parte. Siempre hay que ponernos en el lugar de la otra parte, tratando de entender que es lo quieren y hasta qué punto coinciden con nuestro objetivo. Para nosotros saber hasta dónde podemos ceder.

Existen algunas técnicas de negociación. Cuando no se tiene experiencia en negociaciones siempre hay que tener claro que no se debe subestimar al adversario. Por ello, es muy importante estar preparado en el conocimiento de nuestra propia empresa así como la del adversario.

⁴² Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 123.

El siguiente paso es que en la negociación se busque un compromiso de ambas partes para que la operación sea un éxito. Por ello, es importante centrarnos en los puntos importantes. Así también, debemos priorizar nuestras similitudes, ya sean nuestros problemas, objetivos u otras cosas en común.

Siempre se debe mantener el buen humor y, a la misma vez, mantener la calma. A veces las negociaciones pueden involucrar cansancio, sin embargo, siempre es necesario las bromas u otros mecanismos para hacer amena la negociación. Por otro lado, si la otra parte realiza solicitudes o comentarios absurdos, se debe priorizar mantener la calma y utilizar argumentos razonables para desvirtuar lo alegado o solicitado.

Si la negociación se realiza con miembros de otro país con un lenguaje diferente al que manejamos es recomendable contratar a traductor que sean especialista en ese idioma para evitar malos entendidos. Como se sabe a veces el significado de una palabra en un país no es el mismo que el significado de otro país.

2.5.4. El precio

Antes de adoptar un determinado precio es muy importante haber realizado una evaluación de los estados financieros. En segundo lugar, el comprador se tiene que cuestionar que efectos causara la adquisición en los beneficios a futuro, es decir, si adquirir esta empresa hará que aumente el valor de las acciones de mi actual empresa.

Al mismo tiempo, se debe analizar los estados financieros, de modo que, esta operación podría endeudarnos mucha más de lo que podríamos soportar. Asimismo, determinar el método de pago, en vista que, existen diferentes de realizarla.

2.5.5. La carta de intención

Algunas la denominan como un acuerdo preliminar. No obstante, esta carta no es un contrato legal, aunque se podría incluir algún elemento que obligue legalmente. Esta carta de intención es más una carta de confidencialidad que otorga un compromiso moral entre las partes.

Se tienen dos tipos de carta de intención. Por un lado, tenemos a la carta de tipo genérico y por el otro, a una carta de tipo específico. El primero es referente a los puntos más importantes de la negociación y el segundo obliga a las partes comprometiéndolas legalmente.

2.5.6. El anuncio de prensa

Acto seguido de firmado la carta de intención, se procede a realizar el anuncio de prensa. Este debe ser la primera noticia que el público deba recibir. En líneas anteriores, se comentó que era muy importante mantener las negociaciones en reserva para evitar movimiento en el mercado. Este detalle es de mayor relevancia en el caso de las empresas que cotizan en bolsa. En ese caso, es más probable que el precio de las acciones suba o baje.

2.5.7. El cierre de la operación

Nos encontramos en la parte final de concluir con la operación de adquisición. Entonces, existen ciertos acontecimientos previos a la firma del contrato de compraventa. Uno de ellos es la carta de revelación. En donde el vendedor revela cierta información o hechos que el adquirente tiene que saber. Ante ello, existen las cláusulas MAC, que sirven para asignar riesgos entre las partes. Por tanto, esta cláusula permite al adquirente poder concluir un acuerdo antes de finalizarlo formalmente o renegociar la transacción. Finalmente, se firma el contrato y se establecen las formas de pago.

2.6. LOS ACTOS DE ORGANO DE ADMINISTRACIÓN

En el presente apartado, se desarrollan dos ámbitos, en primer lugar se encuentra el ámbito vertical que es referente a la relación entre los administradores y los socios en cuanto a los conflictos de intereses o posiciones que existen entre ellos en una operación de adquisición de empresa.

Al respecto, los administradores de la sociedad pueden estar interesado de manera directa en dicha operación. Las razones pueden ser diversas, entre ellas, que un administrador posea la calidad de socio y participará en la compra o venta. Por otro lado, la operación puede consistir en un “magement buyout” que en el idioma español significa “compra de la administración”.

Otro supuesto importante sucede cuando un socio que tiene presencia en el órgano de administración o que tiene cierta influencia en la nombramiento de sus miembros adquiere la empresa.

Por otro lado, se encuentra al ámbito horizontal que es referente a la relación que existe entre los socios, principalmente entre la mayoría y minoría. De modo que, la decisión de realizar una compra y venta repercute en los intereses de los socios tanto como de vender o de comprar.

2.6.1. Adquisición por un socio de control

Una figura interesante sucede cuando la persona que adquiere una empresa es un socio que *“tiene presencia en el órgano de administración o influencia en el nombramiento de uno o más de sus miembros”*⁴³. Dicho suceso puede generar a simple vista un conflicto de interés transaccional, puesto el socio tiene influencia en la administración lo cual, genera una lesividad de las operaciones de algunos accionistas.

2.6.2. Conflicto de interés transaccional

El análisis de este conflicto nace en el supuesto *“que la participación del socio en la transacción conflictúa al administrador cuyo nombramiento procuró”*⁴⁴, puesto que, existiría un conflicto de interés en donde los benéficos de la transacción no sería directamente para la administrador si no para un tercero cercano a él.

⁴³ Quetqlas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 280.

⁴⁴ Quetqlas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 282.

En este caso, se debe realizar un profundo análisis respecto a la existencia o no de un conflicto de intereses, por tanto, de existir dicho conflicto lo más óptimo sería una abstención por parte de administrador que se encuentra en conflicto.

2.6.3. Abstención de los administradores de la sociedad

En el caso de una OPA, si bien la oferta de adquisición se dirige al accionista existe un riesgo en donde los administradores tengan la intención de obstaculizar dicha operación en beneficio propio y no de los accionistas.

Ahora bien, existen mecanismo que utilizan los administradores para frustrar una operación, tales como *“el aumento de capital o la emisión de valores convertibles, una vez anunciada la OPA, al amparo de una delación anterior a la junta general para diluir la participación que se propone adquirir el oferente; la compra de auto cartera y/o su enajenación a un tercero de quien los administradores saben que no desea aceptar la oferta; o la disposición de negocios o activos estratégicos (...)”*⁴⁵, por todo ello, es necesario establecer una figura en donde exista un abstención por parte de los administradores que a simple vista por su actuar mantienen un conflicto de interés, lo cual, afecta a la decisión de los socios y el destino que se decide para la sociedad.

2.7. ADQUISICIÓN HOSTIL

Podemos definir que una adquisición es hostil cuando no existe aprobación por parte del equipo de dirección de la empresa que se desea adquirir. Sin embargo, para esto existe la oferta pública de adquisición de acciones (OPA). En este caso, las negociaciones se producirán no con los directivos sino con los accionistas. Ellos serán los mayores beneficiarios debido a que recibirán una cantidad de dinero que superara el valor de sus acciones. Por otro lado, la adquisición puede comenzar con un calificativo de hostil, pero eso no significa que no pueda convertirse en una adquisición amistosa.

⁴⁵ Quetzilas. R., (Dir.), (2018), Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa. Madrid, España: Wolters Kluwer. Pag. 291.

2.7.1. Adquisición de un paquete de acciones

En una OPA al tener la característica de pública tiende a la aparición de otros compradores o interesados. Por ello, la existencia de otros posibles compradores dificulta realizar la operación sin que se altere el precio a pagar. Una estrategia consiste en realizar la adquisición de un paquete de acciones. Este debe contener un tamaño que permita un ataque con garantía. En ese sentido, se recomienda que el porcentaje de adquisición se realice de manera sigilosa, realizando la operación con los denominados "bróker". La idea es obtener una posible futura toma de control que nos beneficie en nuestra adquisición.

2.7.2. El inicio de la oferta

En este apartado, ya se identificó que la operación de adquisición obtiene la característica de hostil. El segundo paso es realizar una oferta. Esta puede ser una oferta que sea alta, que desanime a los demás competidores o quizás una oferta muy baja que pueda ser superada fácilmente. Por otro lado, tenemos a la revisión prevista que es "un proceso de regateo por el que se ofrece inicialmente un precio inferior al que realmente se espera pagar al final. La oferta inicial deberá ser tal que desanime a cualquier potencial competidor y, al mismo tiempo, lo suficientemente baja para que permita un aumento de la misma, que ayude a salvar la cara de los directivos de la empresa objetivo, así como de sus consejeros y de los accionistas institucionales." ⁴⁶

2.7.3. Poison pill

La píldora venenosa, traducida al español, consiste "en la emisión por parte de la empresa objetivo de un activo financiero convertible en acciones ordinarias. Dicha emisión tiene lugar cuando un inversor no deseado adquiere un paquete determinado de acciones ordinarias de dicha sociedad. La conversión en acciones ordinarias tiene lugar, a su vez, cuando dicho adquirente ha alcanzado otro porcentaje determinado del capital social de la empresa. Por ejemplo, el activo

⁴⁶ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 123.

convertible se emite cuando alguien no deseado por la directiva adquiere el 10% del capital social y su conversión tiene lugar cuando alcanza el 40%.”⁴⁷

2.7.3.1. Otras píldoras

2.7.3.1.1. Píldora venenosa suicida

Este mecanismo consiste en que “los nuevos propietarios deberán reembolsar en un período de unos tres meses, toda la deuda de la compañía y los intereses de la misma”,⁴⁸ lo cual conlleva a que busque un medio de financiación para afrontar los pagos.

2.7.3.1.2. Defensa macarrones

Cuando se sumerge los macarrones en el agua hirviendo percibimos como se expanden los macarrones. Asimismo, sucederá en el caso en donde se utiliza como medida de defensa la emisión de bonos, lo cual implica una sustanciosa prima de amortización, la misma que se expande conforme se aumenta el riesgo de ser adquirido.

2.7.3.1.3 Opción de venta venenosa

La presente estrategia consiste en que *“los obligacionista tendrán la opción a que se le amortice su deuda en dinero, o en título convertibles, en el caso de una toma control hostil”⁴⁹.*

2.7.3.1.4 Trampa de langosta

A diferencia de las píldoras anteriores, esta figura se presenta cuando *“un accionista alcance el 10% del poder de voto, todos los títulos convertibles se transforman inmediatamente en acciones con derecho a voto.”⁵⁰*

⁴⁷ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 160.

⁴⁸ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 166.

⁴⁹ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 165.

⁵⁰ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 165.

2.7.4. ARMAS TÁCTICAS OFENSIVAS-DEFENSIVAS

2.7.4.1. Bear bug

Esta estrategia conocida en el español como "el abrazo del oso" consiste en presionar al equipo directivo de la empresa objetivo con finalidad que elijan una posición que se encuentre alineada con los deseos del comprador. Esto puede ocurrir cuando, por ejemplo, le hacemos de conocimiento nuestra intención de tomar el control de la compañía, y de recibir una negativa o una respuesta que nos favorezca, demostrar el interés de realizar una oferta pública de adquisición a los accionistas.

2.7.4.2. Campaña de prensa

Un mecanismo mediante el cual se incluye a la opinión pública. Asimismo, es una forma directa de realizar un llamado mediante los diarios de alta circulación con la finalidad de ingresar en la esfera de los accionistas. Sin embargo, dicho mecanismo resulta ser costoso, pero si se gana se vuelve ese costo se convierte en inversión.

2.7.4.3. Comparación de resultados

Esta consiste en reunir la información necesaria respecto a "*cuotas de mercado, beneficios por acción, PER, distribución de dividendos, rendimiento económico y financiero, grado de apalancamiento de empresa, evolución histórica del precio de las acciones, etcétera*"⁵¹, con la finalidad de determinar el punto débil o desventajoso de la empresa y compararlo mediante gráficos simples pero que demuestre el mal funcionamiento por parte de la directiva actual en comparación con otras empresas competidoras. Sin embargo, dicho mecanismo se presenta como un arma de doble filo, porque, por otro lado, dicho actuar produce que la empresa que fue atacada produzca sus propios gráficos demostrando los puntos débiles de la empresa interesada en la adquisición. Por otro lado, esta técnica puede producir que se rompan los lazos para un futuro acuerdo.

⁵¹ Mascareñas, J., (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta edición. Madrid, España: Universidad Complutense. Pág. 154.

2.7.4.4. Promesa de dividendos

En concreto dicha promesa es una táctica defensiva que utilizan los directivos de la empresa objetivo para demostrarle a los accionistas que no existe necesidad que otra empresa realice una adquisición de ella. Por ellos, prometen a los directos un aumento de los dividendos. Obviamente, que estos mecanismos van a repercutir con mayor énfasis en los accionistas minoritarios debido a que es común que tenga mayor interés en los dividendos que los accionistas mayoritarios que están enfocados en obtener mayor poder o ganancias.

3. CONCLUSIONES

La adquisición de una empresa se puede resumir en la figura en donde un titular de una empresa o que posee una participación le trasfiere a otro sujeto acciones o participaciones por un monto determinado. Sin embargo, existen diversos mecanismos para que un sujeto pueda adquirir acciones o participaciones de una empresa.

También, es importante desarrollar un proceso pre-adquisición, puesto, este consiste en brindar una certeza al sujeto que desea adquirir acciones o participaciones de una empresa. Del mismo modo, es importante planificar como se desarrollará el proceso de adquisición, pues, cada paso es importante en proceso de adquisición. El primer contacto, las negociaciones y demás reuniones son elementos claves para poder tener éxito en una adquisición.

Por último, si en caso la adquisición no se pueda desarrollar de manera amigable, se pueden desarrollar otros mecanismos como la adquisición hostil que es cuando no existe aprobación por parte del equipo de dirección de la empresa que se desea adquirir. Las misma que se puede llevar a cabo mediante una oferta pública o negociaciones con los accionistas y no con los directivos.

CAPÍTULO II: EL ROL DE LOS ADMINISTRADORES SOCIALES EN OPERACIONES DE M&A

1. IMPORTANCIA

En las operaciones de M&A el rol de los administradores sociales es clave para el resultado que la misma persigue, por lo mismo, en el presente capítulo detallaremos sus roles, atribuciones, decisiones y responsabilidades en torno a los principales órganos de la sociedad: Junta General de Accionistas, Directorio y Gerencia General, además de otros actores relevantes como el presidente del Directorio, el liquidador, el presidente de la Junta de Acreedores y el administrador judicial.

2. JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

EL concepto que tiene nuestro ordenamiento jurídico de la Junta General de Sociedades se encuentra en la LGS, de acuerdo a lo señalado a continuación.

Artículo 111.- Concepto

La junta general de accionistas es el órgano supremo de la sociedad. Los accionistas constituidos en junta general debidamente convocada, y con el quórum correspondiente, deciden por la mayoría que establece esta ley los asuntos propios de su competencia. Todos los accionistas, incluso los disidentes y los que no

hubieren participado en la reunión, están sometidos a los acuerdos adoptados por la junta general.

En ese sentido, otras definiciones como la que señala Hernando Montoya Alberti menciona que son aquellas reuniones de socios cuya participación en el capital social de la sociedad está representada por acciones, y en donde cada acción da lugar a un voto. Las decisiones tomadas con la formalidad establecida en la ley obligan a la sociedad, y los socios deben respetar sus acuerdos y decisiones.⁵²

Asimismo, en el ámbito internacional la describe como aquella asamblea que se estima constituye la máxima expresión de voluntad y gobernabilidad dentro de la sociedad anónima. A ella le deben orden el directorio y los demás estamentos administrativos dentro de la sociedad y es a ella que compete el conocer y aprobar la gestión de los negocios sociales por medio de la aprobación del balance y memoria anual.

2.1. ATRIBUCIONES

Al ser las operaciones de fusión y adquisición de suma relevancia para la sociedad, no sorprende que estas sean de potestad de la JGA, de acuerdo a lo señalado en el artículo siguiente:

Artículo 115.- Otras Atribuciones de la Junta

(...)

5. Acordar la enajenación, en un solo acto, de activos cuyo valor contable exceda el cincuenta por ciento del capital de la sociedad;

(...)

; 7. Acordar la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad, así como resolver sobre su liquidación (...).

Asimismo, en caso que la sociedad que se piensa adquirir haya tenido acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores, es posible que la operación haya tenido que consumarse

⁵² Hernando Montoya. (2015). La voluntad de la sociedad anónima y las juntas de accionistas. *Ius et Praxis*, 46, 43-66.

a través de una oferta pública de adquisición sea por un imperativo práctico, habida cuenta del grado de dispersión del accionariado, o por razones legales, en caso que las normas aplicables establezcan un régimen de OPA previo.⁵³

Sin embargo, debemos precisar que la JGA como órgano administrativo tendrá que tomar las principales decisiones en el proceso de las operaciones de M&A, ya sea

2.2. DECISIONES

Cabe mencionar que para que se llegue a un acuerdo en la JGA se deben llevar ciertas formalidades para que el acuerdo de fusión o adquisición sea válido. Sobre el particular, es necesario que haya quorum calificado, es decir, en primera convocatoria al menos dos tercios de las acciones con derecho a voto deben estar presentes, y para la segunda convocatorias se señala que son tres quintas partes de las acciones con derecho a voto.

Artículo 126.- Quórum calificado

Para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en los incisos 2, 3, 4, 5 y 7 del artículo 115, es necesaria en primera convocatoria, cuando menos, la concurrencia de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto. En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto.

Por lo expuesto, una vez establecido, el quorum, para la adopción de los acuerdos de reorganización societaria y venta de activos, debe haber mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho al voto. Sin perjuicio de ello, los estatutos de la sociedad o convenios de accionistas pueden solicitar mayores números para el quorum y votos.

Artículo 127.- Adopción de acuerdos

Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta. Cuando se trata de los

⁵³ Payet Puccio, J. (2007). Fusiones, adquisiciones y la información en el mercado de valores. *THEMIS Revista De Derecho*, (54), 135-175. Recuperado a partir de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8877>

asuntos mencionados en el artículo precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto. El estatuto puede establecer quórum y mayorías superiores a los señalados en este artículo y en los artículos 125 y 126, pero nunca inferiores.

Al respecto, debemos señalar cuáles son las decisiones que toma la JGA para marcar el rumbo de las operaciones de fusión y adquisición.

- **Venta de activos:** En relación a ello, al tratarse de activos fijos productivos de la sociedad, el deshacerse de ellos en términos significativos debería ser material de aprobación por los accionistas, dado que se trata de los activos por los cuales se han podido realizar aportes a la sociedad, o en todo caso por velar por la permanencia de la empresa o del objeto social para el cual se constituyó.
- **Fusión transformación, fusión, escisión, reorganización, etc:** Una vez que se concluyeron las negociaciones efectuadas entre los intervinientes de las sociedades intervinientes y cuenta con la aprobación del Directorio, es materia de discusión por la Junta General de Accionistas que tomará una decisión respecto a dicha operación empresarial conforme al procedimiento para dictaminar acuerdos.

3. DIRECTORIO

La administración de la sociedad, en términos generales, está encomendada al directorio y, en términos específicos, a la gerencia general. El directorio es el órgano colegiado que se encarga de dictar una serie de medidas pertinentes para la marcha de la sociedad, porque guarda directa relación con la aprobación de los actos y contratos relacionados con la actividad económica de la sociedad.

El directorio efectúa un símil con el estado, su homólogo podría ser el Poder Legislativo.

La Ley General de Sociedades establece en el artículo 153°, que la administración de la sociedad está a cargo del directorio y de uno o más gerentes,⁵⁴ es decir, .que el directorio, un órgano colegiado elegido, está subordinado por la Junta General de Accionistas.

Para Matko Koljatic "El directorio se reserva la decisión en temas clave como la aprobación del presupuesto, la aprobación de decisiones de inversión significativas incluyendo adquisiciones, la compensación ejecutiva y la aprobación de los planes estratégicos."⁵⁵

3.1. ATRIBUCIONES

"Artículo 246° de la LGS:

El directorio de cada una de la sociedades que participan en la fusión aprueba, con el voto favorable de la mayoría absoluta de sus miembros, el texto del proyecto de fusión.

En el caso de sociedades que no tengan directorio el proyecto de fusión se aprueba por la mayoría absoluta de las personas encargadas de la administración de la sociedad".

El proyecto de Fusión es fundamental como factor iniciador del proceso, se constituye como resultado de múltiples negociaciones que son llevadas por los directores, y de no tenerlo por los gerentes generales, de las sociedades.

En este proyecto se plasmarán los resultados de las tratativas, que están dentro del proyecto de fusión, sus principales aspectos jurídicos y económicos, así como los demás aspectos que prevé en el artículo 347° de la LGS.

De conformidad con la ley, son los directores los encargados de preparar la fusión mediante la negociación con los directores de las otras empresas intervinientes. Es decir, los directores son

⁵⁴ Comisión permanente del congreso de la república. (2020). Ley General de Sociedades. 2020, de Igderecho.pe Sitio web: <https://lpderecho.pe/ley-general-sociedades-ley-26887-actualizado/>

⁵⁵ Matko Koljatic . (6 de junio del 2011). Los Roles del Gerente. 6 de junio del 2011, de Diario Financiero Sitio web: <https://www.df.cl/noticias/opinion/columnistas/los-roles-de-los-directorios/2011-07-06/214425.html>

los responsables de elaborar el proyecto de fusión y de aprobarla por mayoría absoluta de los respectivos miembros.

En esta etapa negocial debe desarrollarse bajo el marco de la buena fe (artículo 1362° del Código civil), de no hacerlo incurriría en Responsabilidad Civil un punto que desarrollaremos más adelante.

“El artículo 349 de la LGS:

La convocatoria a junta general o asamblea de las sociedades a cuya consideración ha de someterse el proyecto de fusión se realiza mediante aviso publicado por cada sociedad participante con no menos de diez días de anticipación a la fecha de la celebración de la junta o asamblea”.

Se trata de un proyecto sin efecto vinculante para la sociedad, hasta su aprobación por cada uno de las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades participantes; momento en el cual recién adquiere una naturaleza contractual.

Supone la validez de fusión porque se entiende que los socios ya han sido plenamente informados por el directorio sobre los alcances del proyecto de fusión.

“Artículo 351° de la LGS

La junta general o asamblea de cada una de las sociedades participantes aprueba el proyecto de fusión con las modificaciones que expresamente se acuerden y fija una fecha común de entrada en vigencia de la fusión.”

Los directores o administradores deberán informar, antes de la adopción del acuerdo, sobre cualquier variación significativa experimentada por el patrimonio de las sociedades participantes desde la fecha en que se estableció la relación de canje.”

Respecto al segundo párrafo del artículo, es importante informar sobre cualquier variación para que pueda ocurrir dentro del patrimonio para evitar que el plan de beneficio como el incrementar sus riquezas y valor de sus acciones no se vean perjudicadas y puedan extinguir el proyecto de fusión.

Adicionalmente de la publicación de los balances de cada una de las sociedades que se extinguen por la fusión, formulada día anterior a la fecha de entrada en vigencia de la fusión. Estos balances una deberá ser aprobados por los directores, o de ser el caso por los gerentes generales.

3.2. RESPONSABILIDADES

Artículo 177° LGS

“Los directores responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos o actos contrarios a la ley, al estatuto o por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave.(...)”

Tal como lo dice el artículo, estos van a responder solidariamente por los actos causados ante supuestos de favorecimiento para la sociedades que quieren adquirir o fusionarse, o ante situaciones fraudulentas, porque puede suceder que durante una fusion o adquisición se de un caso de velo societario en el cual los directores de la empresa B, que quieren fusionarse con la empresa A mediante fusion por incorpración y todo el capital que tiene la empresa B proviene de negocios fraudulentos, siendo de conocimiento de todo del directorio de la empresa B y, pese a eso, se logra un acuerdo de fusion con la empresa A ocasionando daños y perjuicios al organo administrativo, sus socios y accionistas de la empresa A cuando se descubran el origen del capital. Ante estos supuesto es que se aplica la denominada doctrina de Levantamiento del Velo Societario en cual el organo administrativo, de la empresa B responderan solidarimente por via civil, penal y administrativa, por los daños causados a la empresa A durante la fusion o adquisición de la empresa.

4. GERENCIA GENERAL

De conformidad con la legislación, el gerente general es uno de los órganos de administración con que cuenta una sociedad.

El gerente general, debe ser un profesional y especialista en el tema, es decir, una persona con cualidades y conocimiento necesarios para enfrentar los riesgos de una empresa, como bien dice Enrique Elías, "El trabajo de la gerencia se circunscribe a la ejecución de los actos que exige la correcta conducción de los negocios".⁵⁶

El Gerente General, a diferencia de otros órganos administrados, es quien adopta sus decisiones individualmente. Es decir, una sola persona deberá evaluar y decidir sobre la totalidad de problemas que se genera. Para ser exactos, es como la cabeza visible de una empresa.

Este Gerente General, tiene una doble función, la primera, ejercer en la gestión del negocio y la segunda, de representar a la sociedad en distintas ante diferentes agentes que participen en el mercado, consumidores, entidades estatales, entre otros.

Tiene por finalidad incrementar el valor de las utilidades para beneficio de los mismos accionistas, y se diferencian del directorio, puesto que el gerente no es la sociedad, sino que la administra y representa en tanto mandatario de la misma. En la mayoría de los casos, los gerentes están unidos a un vínculo de subordinación y dependencia producto de un contrato individual de trabajo, en nada obstaculiza su carácter esencial de mandatarios, pues como lo deja claro Stitckin Branover, "no existe incompatibilidad en la cohabitación de un contrato de trabajo con uno de mandato."

4.1. ATRIBUCIONES

- ***"Artículo 346° de la Ley General de Sociedades***

(...)

En el caso de sociedades que no tengan directorio el proyecto de fusión se aprueba por la mayoría absoluta de las personas encargadas de la administración de la sociedad".

- ***"El artículo 349 de la Ley General de Sociedades***

⁵⁶ Elías Enrique. (2000). Derecho Societario Peruano. Trujillo: revista pucp.

La convocatoria a junta general o asamblea de las sociedades a cuya consideración ha de someterse el proyecto de fusión se realiza mediante aviso publicado por cada sociedad participante con no menos de diez días de anticipación a la fecha de la celebración de la junta o asamblea”.

- ***“Artículo 351° de la Ley General de Sociedades***

(...)

Los directores o administradores deberán informar, antes de la adopción del acuerdo, sobre cualquier variación significativa experimentada por el patrimonio de las sociedades participantes desde la fecha en que se estableció la relación de canje.”

En los párrafos anteriores nos muestran que las sociedades tienen una estructura interna algo compleja, donde las funciones de representación, gestión y actuación se le atribuyen a distintos órganos, como es el caso de la gerencia general cuando no existe un directorio en la sociedad. Es decir, la gerencia general desarrollara las mismas funciones que el directorio en caso solo se esté conformado la Junta General de Accionistas y Gerencia General.

- ***“Artículo 247° de la Ley General de Sociedades***

En el pacto social o en el estatuto de la sociedad se podrá establecer que la sociedad no tiene directorio”.

En el caso que el directorio sea facultativo como en las Sociedades Anónimas Cerradas, en las que ante la ausencia de un director, el gerente asumirá también sus funciones.

- ***“Artículo 188 de la Ley General de Sociedades***

Las atribuciones del gerente se establecerán en el estatuto, al ser nombrado o por acto posterior. Salvo disposición distinta del estatuto o acuerdo expreso de la junta general o del directorio, se presume que el gerente general goza de las siguientes atribuciones:

(...)

3. *Asistir, con voz pero sin voto, a las sesiones del directorio, salvo que éste acuerde sesionar de manera reservada;*
4. *Asistir, con voz pero sin voto, a las sesiones de la junta general, salvo que ésta decida en contrario;*
5. *Expedir constancias y certificaciones respecto del contenido de los libros y registros de la sociedad; y,*
6. *Actuar como secretario de las juntas de accionistas y del directorio”.*

Es importante precisar que es la sociedad encargada de decidir las funciones del gerente, puesto que existe la posibilidad que la sociedad otorgue al gerente las funciones que crea convenientes, de no ser así, se entenderá que poseen las funciones mencionadas.

4.2. RESPONSABILIDADES

“Artículo 189 de La Ley General de Sociedades

Son aplicables al gerente, en cuanto hubiere lugar, las disposiciones sobre impedimentos y acciones de responsabilidad de los directores”.

“Artículo 191 de la Ley General de Sociedades

El gerente es responsable, solidariamente con los miembros del directorio, cuando participe en actos que den lugar a responsabilidad de éstos o cuando, conociendo la existencia de esos actos, no informe sobre ellos al directorio o a la junta general.

La veracidad de las informaciones que proporcione al directorio y la junta general;(…)”

El gerente general está obligado a que toda información que proporcione, tanto, al directorio y a la junta general sea veraz. Asimismo, deberá ser responsable por ocultar irregularidades que encuentre en las actividades de la sociedad. Esta obligación es fundamental para la toma de decisiones que debe efectuar la junta general y el directorio, sobre todo en la presentación de información para el balance antes del acuerdo del proyecto de fusión. En caso omite esta obligación, el gerente general deberá responder solidariamente con los miembros del directorio porque se entiende que al cumplir funciones similares, ambos están informados de lo ocurrido dentro de la sociedad.

5. OTROS ACTORES RELEVANTES:

5.1. PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

El presidente del directorio es el dirigente con el mayor rango dentro de la organización de una sociedad y es elegido por las juntas especiales de accionistas según lo dispuesto por los artículos 153° y 164° de la Ley General de Sociedades.

Quien ejerce el rol de presidente de directorio debe tener la convicción y colaborar para que la empresa tenga una estrategia, que implica la búsqueda de propósitos definidos. Para ello será necesario conocer cuál es la estructura de la industria en la cual participa la compañía y tener claridad sobre cuál es el posicionamiento que se le quiere dar a la empresa en particular en dicha estructura.

Le corresponde al presidente del directorio crear un “ambiente de cuestionamiento” y que se refiere a la generación de espacio para preguntar el porqué de las cosas: a qué obedecen cambios importantes que se reflejan en la información entregada, cuales son las alternativas para enfrentar un determinado problema y de qué manera planteamientos innovadores, que salgan de la rutina, pueden colaborar al mejor desempeño de la empresa.

Un segundo rol está referido al papel de moderador que ejerce el presidente del directorio. Al moderar el desarrollo de la reunión se debe conducir adecuadamente el debate, dentro de un ambiente de respeto y transparencia.

La moderación debe tener un sentido dinámico que implica el exigir la participación de cada director en temas específicos. Así, la tarea de moderación es conducir adecuadamente el debate,

pero simultáneamente colocar las motivaciones y, si es necesario, la exigencia de participación individual.

Otro aspecto vinculado al procedimiento se refiere al análisis de los riesgos que están ligados al desempeño de la empresa.

El presidente debe ejercer un rol en cuanto a la necesidad de generar una evaluación de cada riesgo, visualizando tanto sus probabilidades de ocurrencia como también el impacto en el desempeño del negocio.

Un rol indelegable del presidente del directorio es asumir la tarea de conductor y de representar a la compañía en situaciones de crisis. Quien debe dar la cara en situaciones de esa naturaleza no puede ser otro que el presidente del directorio, quien deberá hacer prevalecer su autoridad, tanto formal como informal, para evaluar la situación de crisis producida y asumir la decisión entre alternativas para encararla. Es allí donde el ejercicio de liderazgo se hace más patente.

El presidente debe tener la seguridad respecto a que los miembros del directorio cuenten con toda la información relevante para el desarrollo de la reunión a efectos de tomar una adecuada decisión en beneficio de la sociedad y los accionistas.

5.2. LIQUIDADOR

La Ley General de Sociedades dispone determinadas causales que conllevan a la disolución de una sociedad, siendo una de ellas la que es por acuerdo de la Junta General de Accionistas o socios. Para ello, se debe redactar el Acta de Junta General de Accionistas, en la que se acuerde la disolución y publicarla en el diario Oficial El Peruano dentro de los 10 días de adoptado el referido acuerdo por 3 veces consecutivas.

El efecto de la liquidación, consiste en que las funciones de representación de los directores, administradores, gerentes y representantes en general, ahora serán asumidas por los liquidadores conforme a ley, al estatuto, al pacto social, a los convenios entre accionistas inscritos ante la sociedad y a los acuerdos de la junta general.

En ese línea, los liquidadores pueden ser personas naturales o jurídica, de acuerdo a lo estipulado en el siguiente artículo:

"Artículo 414.- Liquidadores

(...)

Los liquidadores pueden ser personas naturales o jurídicas. En este último caso, ésta debe nombrar a la persona natural que la representará, la misma que queda sujeta a las responsabilidades que se establecen en esta ley para el gerente de la sociedad anónima, sin perjuicio de la que corresponda a los administradores de la entidad liquidadora y a ésta"

En lo relativo a operaciones de M y A, cumplen un rol importante en esta fase de vida de la sociedad, dado que generalmente sus funciones serían las siguientes:

1. Formular el inventario, estados financieros y demás cuentas al día en que se inicie la liquidación, pudiendo solicitar la participación de los directores o administradores cesantes para que colaboren en la formulación de esos documentos.
2. Custodiar los libros de la sociedad en liquidación.
3. Velar por la integridad del patrimonio de la sociedad.
4. Realizar las operaciones pendientes y las nuevas que sean necesarias para la liquidación de la sociedad.
5. Transferir a título oneroso los bienes sociales.
6. Concretar, negociar transacciones y asumir compromisos y obligaciones que sean convenientes al proceso de liquidación.

6 .EL ADMINISTRADOR JUDICIAL

El administrador judicial es el garante de un patrimonio. Es designado por mandato judicial y sus funciones son asegurar la conservación, vigilancia y asistencia en la gestión del patrimonio.

Es decir, mientras se solventa un proceso judicial, la persona que se encarga de dicho patrimonio, es un administrador judicial.

- **Funciones del administrador judicial**

Entre las funciones más relevantes se encuentran:

- ✓ Ser el garante del correcto desarrollo de los procesos judiciales
- ✓ Administrar el patrimonio asignado a su control
- ✓ Asistir al juez en las funciones que se le indiquen
- ✓ Encargarse de la contabilidad de inventario y bienes
- ✓ Intentar alcanzar la mayor rentabilidad del patrimonio asignado
- ✓ Presentar informes de su gestión, en particular a la Corte y dejarlos a disposición del uso público.

7. EL PRESIDENTE DE LA JUNTA DE ACREEDORES

Sobre el particular, en términos generales en un procedimiento concursal ordinario los acreedores –a través de la junta de acreedores– toman control de la sociedad en concurso reemplazando en sus atribuciones a la junta general de accionistas, y pueden decidir reestructurar o liquidar la sociedad, siendo que el procedimiento no concluirá hasta que todas las deudas sean canceladas.⁵⁷

Por lo tanto, resulta fundamental las funciones del presidente de la Junta de Acreedores, pues al liderar las reuniones de la Junta, estas consistirían en lo detallado a continuación:

- Convocar y dirigir las reuniones de la misma de Junta de Acreedores.
- Es el responsable de la elaboración, suscripción, conservación y presentación de las actas.
- Rol negociador como intermediario para que exista un ambiente adecuado para que la Junta de Acreedores lleguen a acuerdos fructíferos.

Bajo dichos enunciados, el papel del Presidente de la Junta de Acreedores es importante, dado que Junta al tener el rol decisorio también podrá vender la sociedad en concurso por medio de la venta de sus acreencias, en cuyo caso si el vendedor es un acreedor mayoritario o un

⁵⁷ Forsyth Solari, A. (2011). Adquisiciones de empresas y activos de negocios un enfoque práctico. *THEMIS Revista De Derecho*, (59), 121-135. Recuperado a partir de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9099>

conjunto de acreedores mayoritarios, el comprador tendrá el control de la junta de acreedores y, como tal, de la sociedad sujeta al procedimiento concursal.

CAPITULO III: EL ARTÍCULO 151 DEL ANTEPROYECTO DE LEY GENERAL DE SOCIEDADES: LA PROTECCIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL

1. CONSIDERACIONES PREVIAS

El primer objetivo que ha de proponerse una política de indulgencia es proporcionar a los administradores un colchón de seguridad que no permita que sus decisiones empresariales, y estratégicas puedan ponerse en cuestión a la primera de cambio.

Cabría pensar que la vía más adecuada para alcanzar este objetivo consiste en rebajar el estándar de diligencia exigible, para lo cual bastaría, en principio, con restablecer el llamado "privilegio romano", en cuya virtud los administradores sólo responden por culpa grave.

Las razones en su momento alegadas por la doctrina para justificar esta anomalía dentro del sistema ,la dificultad de discernir si una operación dañosa obedece a negligencia o al riesgo empresarial y la dificultad de reclutar administradores valiosos si se les expone a un riesgo de responsabilidad por faltas leves de negligencia" ,coinciden sustancialmente con las que dan soporte a nuestra política de indulgencia. Sin embargo, ello no quiere decir que la reducción de la diligencia exigible sea el cauce más adecuado para avanzar en el objetivo que nos hemos marcado. El problema reside en su carácter "sobre-inclusivo". Al operar sobre el módulo de diligencia, la rebaja se extiende a toda la actividad de los administradores y, por tanto, también a la que queda fuera de la zona de incertidumbre, como es por ejemplo la relativa al cumplimiento de los deberes específicamente establecidos por la ley y por los estatutos (por ejemplo, convocar Junta, formular cuentas, informar a los reguladores, etcétera). Y la verdad es que no hay razón alguna para que la franquicia se extienda a estos ámbitos, puesto que en ellos la actividad de los

administradores no está sujeta a riesgos de error y sobrecumplimiento relevantes, que son cabalmente los que justifican la indulgencia.

El camino a seguir consiste justamente en aislar aquella franja de actividad de los administradores en que la responsabilidad puede ser más costosa para la sociedad -la relativa a las decisiones empresariales, a las decisiones que afectan a la organización y al negocio de la compañía, que es donde la incertidumbre sobre el juicio de negligencia es más elevada- y en proteger la discrecionalidad técnica de los administradores. Para alcanzar este objetivo, es preciso garantizarles que sus decisiones empresariales no serán revisadas por los jueces desde el punto de vista de su corrección técnica o adecuación al estándar de diligencia del ordenado empresario. Se trata, por consiguiente, de crear un espacio de inmunidad. La propuesta equivale a incorporar a nuestros sistemas jurídicos la *business judgement rule*, tempranamente desarrollada por la jurisprudencia norteamericana. Las razones generales que justifican la sustracción de esta franja de actividad al escrutinio judicial son las mismas que abonan la política de indulgencia; las particulares que hacen preferible esta técnica de indulgencia a otras pueden sintetizarse así: (i) no existe una *lex artis* consolidada que pueda servir de referencia para juzgar las decisiones empresariales; no existe y no sería bueno que existiese toda vez que lo que se espera en este ámbito de decisión es la innovación y la asunción de riesgos; (ii) los jueces están poco preparados para revisar la actividad desarrollada por los administradores en el ámbito empresarial o de negocio y, en todo caso, no parece sensato sustituir las decisiones gerenciales por decisiones judiciales (una política judicial agresiva con los errores de gestión equivaldría a replicar los costes de la gestión e intervención de las empresas por el Estado); y, (iii) el riesgo asociado al "sesgo de selección" está agravado en materia empresarial, pues las demandas de responsabilidad tienden a proliferar cuando ha habido malos resultados y, siendo así, puede resultar difícil sustraerse a la tentación de concluir que el origen de los daños que han aparecido *ex post* está en decisiones negligentes adoptadas *ex-ante*.

Una de las principales instituciones medulares del Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, se encuentra la Regla de la Discrecionalidad Empresarial, prevista por el artículo 151° del mismo, el cual contiene la siguiente disposición:

Artículo 151.- Protección de la discrecionalidad empresarial en el ejercicio del cargo

151.1 En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad de los directores, los niveles requeridos de diligencia se entenderán cumplidos cuando el director haya actuado de buena fe, sin conflicto de interés en el asunto objeto de decisión, con información razonablemente suficiente según las circunstancias y siguiendo un procedimiento adecuado, independiente y transparente para la toma de decisión. En este marco, los directores no incurrirán en responsabilidad en caso de actuar de conformidad con lo indicado en el párrafo anterior, incluso si finalmente las decisiones que adoptaron no resultaron las más convenientes para la sociedad.

151.2 No se entenderán incluidas dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que involucren directamente o indirectamente a algún accionista, o algún director o gerente y personas vinculadas a estos. En particular, cuando se trata de permitir a estos realizar las operaciones prohibidas por el artículo 157 o cuando se trate de aprobar algún contrato o negocio con un accionista o con una persona o entidad vinculada a este, corresponderá a los directores dejar constancia de que al tomar la decisión, el directorio ha cumplido con sus deberes de lealtad y diligencia, que el acuerdo adoptado es de beneficio para la sociedad y que se ha dado prioridad al interés social y seguido un proceso independiente y transparente.

Como antesala al desarrollo de la inclusión de la protección de la discrecionalidad en el manejo y dirección de la actividad empresarial, resulta menester entender la naturaleza y objetivo de esta figura, para lo cual deberemos remitirnos a sus orígenes jurisprudenciales, así como aquellas cualidades que han permitido su sostén en el tiempo, todo ello con la finalidad de entender su incidencia en las operaciones de M&A.

2. CONCEPTO

La llamada *business judgment rule* o regla de la discrecionalidad de negocio estipula , que no es posible revisar en vía judicial las decisiones empresariales que hayan sido adoptadas por el administrador sobre la base de información razonable, de buena fe, de forma independiente o sin interés personal en el asunto, y siempre que no supongan actos contrarios a la ley o los estatutos.

Ahora bien, teniendo ciertos alcances respecto de los contextos en los que esta institución jurídica ha surgido, resulta menester desarrollar las nociones que este trae consigo.

Sobre el particular, a criterio de los profesores (Racciatti & Salvatierra), se puede entender que la regla de la discrecionalidad empresarial supone que:

“La responsabilidad del administrador de una sociedad anónima no debe ser juzgada sobre la base de si su gestión ha sido exitosa o no; ello, podrá interesar a los accionistas al resolver en la asamblea la elección de a quienes confiaran la administración de la sociedad en el futuro, pero la existencia de ganancias o pérdidas a final del ejercicio no reviste una especial relevancia en el ámbito de la más allá de que, al realizarse una valoración de la diligencia empleada, no se deba prescindir absolutamente de la natural expectativa del socio y la sociedad a obtener un resultado positivo⁴ que, en definitiva, actuará como una pauta al que debe tener su gestión (y su diligencia)

Autores como el profesor alemán Martín Abdala, señalan que esta funge como: *“La primera morigeración al régimen de responsabilidad que afecta a los administradores societarios”,* lo que a su vez supone que: *“los administradores societarios no pueden ser responsabilizados por los daños y perjuicios que pudieran provocar sus decisiones empresarias que, a la postre, resulten desafortunadas o inconvenientes”.* El autor en cita continúa recalcando un detalle crucial acerca de su aplicación:

“Aplicando esta regla, cuando se efectúe un juicio de valor o merituación ex post facto de las determinaciones adoptadas por los administradores y resulte que las mismas fueron inconvenientes o económicamente perjudiciales a los intereses de la firma, los perjuicios sufridos como consecuencia de esas decisiones no deberán ser resarcidos por ellos”.

Y es que, como idea principal, debe tenerse presente que la institución materia de análisis se encuentra orientada a liberar a aquellos sujetos que se constituyan como miembros de los órganos de dirección de la empresa, que, por el ejercicio de sus funciones, se encuentren cuestionados en vía jurisdiccional.

Para (Londoño-González), traduciendo parte de la sentencia correspondiente al caso de Aronson v. Lewis (1984), señala que:

“Se presume que al tomar decisiones empresariales los administradores de una sociedad actúan de manera informada, de buena fe y creyendo honestamente que su actuar beneficia a la compañía. Su criterio, libre de abusos, será respetado por las cortes. Quien cuestione la decisión tendrá la carga de demostrar hechos que desvirtúen esta presunción. (Aronson v. Lewis, 1984, p. 812)”.

Asimismo, el autor previamente citado, en referencia al fallo emitido en sede jurisdiccional en el caso Cede & Co. v. Technicolor Inc., señaló lo siguiente:

“La regla consagra una poderosa presunción a favor de los actos realizados por los administradores, en el sentido en que las decisiones tomadas por una junta informada y leal no serán derrumbadas por las cortes a menos de que no les sea atribuible un propósito de negocios razonable. Así, el accionista demandante tiene la carga de (...) demostrar que los administradores violaron alguno de sus deberes fiduciarios de buena fe, lealtad o cuidado. (Cede & Co. v. Technicolor Inc., 1993, p. 361)”.

En correlato con lo anterior, (López Gómez), en cita a Londoño Gonzales, señala que:

“(...) en esencia, la BJR implica que, si un administrador toma una decisión de negocio informada, bajo parámetros de mercado, en el mejor interés de la sociedad y sin violar la ley o incumplir sus deberes,

las cortes no revisarán la decisión empresarial y el administrador no será declarado responsable”.

Para (Díaz Ruiz) citado por (Del Ser Martín), considera que la justificación de la regla: *“se encontraría en la asunción por los administradores de los riesgos que conlleva la toma de decisiones y que generan incertidumbre”*. A saber: *“La finalidad de la regla es reducir la aversión al riesgo de los administradores sociales y proporcionar seguridad jurídica al generar certidumbre en su actuación y las consecuencias de la misma”*.

Así las cosas, como una posición final respecto de lo que debemos entender de la *business judgment rule*, es que es aquella presunción jurídica recaída sobre aquellas personas que fungen como parte de un órgano de dirección, la cual se encuentra orientada a evitar el sometimiento de controversias derivadas de la actividad societaria a un fuero judicial, ello en aras de preservar la autonomía, profesionalismo y lealtad que se presume en los directores, para lo cual se busca establecer como regla general, el sometimiento de dichas controversias al fuero interno de la corporación, y que se será susceptible de inaplicación en aquellos casos donde las salvedades previstas por ley, se cumplan.

3. PRESUPUESTOS DE APLICACIÓN

Con base a lo sentado como posición final, se entiende que -preliminarmente- la regla se impone frente a un hecho controvertido, donde el proceder de los directores viene siendo cuestionado por el accionariado en conjunto o por una parte de él.

Ahora, conociendo el plano en el que nos encontramos situados, el magistrado o colegiado que conoce del caso, deberá cotejar determinados supuestos que, en principio, se presumen. Con esto se quiere decir que si bien la acción es impulsada por el accionariado -en conjunto o en parte- con la finalidad de que se asignen responsabilidades por los daños o perjuicios derivados de la gestión directoral, existe un determinado orden de probanza para concluir si -finalmente- corresponde aplicar o no la presunción que emana de la *business judgment rule*.

Al respecto, (Abdala) nos da un marco general respecto de aquellos criterios que deberán ser objeto de probanza judicial:

“(...) solo podrá eximirse de responsabilidad al administrador societario por aplicación de la mentada Business Judgment Rule en aquellos casos en los que la decisión empresarial que a la postre resultó perjudicial para los intereses de la sociedad:

a) estaba en la esfera de las determinaciones que competen al mánager que las tomó y no se trataba de una imposición legal;

b) el administrador actuó con el cuidado y diligencia de un buen hombre de negocios;

c) no existía ningún conflicto entre los intereses de la sociedad y los del administrador que pudiera haberlo impulsado a tomar la desventurada decisión, y

d) la conducta adoptada no significaba la asunción de riesgos extraordinarios”.

En la misma línea de ideas, (Londoño-Gonzáles) asevera lo siguiente:

“Entendida como excepción, la business judgment rule impone al administrador demandado la carga de invocar su protección y, adicionalmente, demostrar que se configuran los hechos que permiten aplicarla. Desde esta perspectiva, “la aplicación de la regla debe ser alegada por vía de excepción en la contestación de la demanda. Es decir, corresponde al administrador demandado afirmar la existencia de unos hechos (...) que permitan excluir la acción del actor”

Sobre el particular, los profesores (Racciatti & Salvatierra) también se pronunciaron respecto a este extremo concerniente a la aplicación de la regla, planteando -en líneas generales de lo descrito por los autores precedentes- que es el proceso de toma de decisión del directorio, el principal punto materia de análisis por el órgano jurisdiccional, concluyendo que corresponde aplicar la regla en aquellos casos donde:

“(...) se advierte que se ha valorado por el administrador la información que, usual y razonablemente, debía tener a su alcance un buen hombre de negocios para el tipo de decisión que se toma, y se

efectuaron por éste las necesarias investigaciones y controles que permitan concluir que las circunstancias que rodeaban al tema a resolver habían sido sopesadas y evaluadas para decidir”

De tal forma, en palabras de los autores previamente aludidos, *“poco importa que ex post se evalúe que esa -entiéndase, la decisión cuestionada-, no era la mejor decisión o que, con esa información, un buen hombre de negocios podría haber tomado la medida exactamente contraria”*.

Complementando lo anterior, conviene traer a colación lo expuesto por (Díaz Ruiz), citado por (Del Ser Martín). Díaz postula que, en aquel plano donde no existe *la decisión de los administradores debe adoptarse de buena fe, lo que se interpretará en sentido subjetivo, como convicción de que se ha actuado favoreciendo a la sociedad*.

- 1) actuar de acuerdo a un procedimiento adecuado implica la objetivización de los procesos de toma de decisiones empresariales, ya que éstas se deben aprobar en el marco de un procedimiento apropiado a las características y al tipo de sociedad.*
- 2) la decisión debe tomarse con la información pertinente y con asesoramiento. En este sentido, no se puede determinar cuánta es la información adecuada, y por tanto, exigible. Por eso debe concluirse que la determinación de la información necesaria entra dentro de la discrecionalidad, es decir, serán los propios administradores los que valoren esta cuestión*
- 3) los administradores deben tomar su decisión sin un interés personal en el asunto, es decir, se establece un deber de independencia en la toma de decisiones, lo cual es una manifestación del deber de lealtad. La pérdida de independencia puede ser directa o indirecta, dependiendo de si afecta personalmente al administrador o a personas relacionadas con él.*

4. ACERCA DEL PRINCIPIO O ESTÁNDAR DEL “BUEN HOMBRE DE NEGOCIOS”

El estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

Previamente a analizar la institución materia de análisis -entiéndase, la *business judgment rule*-, es necesario entender aquella concepción o ideal que se proyecta en aquellas personas que ejercen las funciones conferidas de los órganos de dirección en una sociedad.

Y es que, como en toda relación jurídica que implica el asunción de obligaciones, se plantea a la buena fe como estándar jurídico crucial en el otorgamiento de facultades para el ejercicio de una labor de administración, lo cual da pie para remitirnos a algunas primeras definiciones de este concepto.

Así pues, Maris Bertune aseveraba que: *“la noción del buen hombre de negocios establece una verdadera responsabilidad profesional, ya que implica capacidad técnica, experiencia y conocimiento”*.

Dicha autora -en cita a Salvador Bergerl-, señala que la diligencia característica de un buen hombre de negocios, supone el: *“(...) actuar con conocimiento del campo negocial, con la capacidad de decisión que requieren las circunstancias concretas y con clara visión del interés societario confiado a su gestión”*.

Lo anterior se conduce con el hecho de que, en buen cuenta, tal estándar resulta indispensable en quienes ejercen cargos de dirección, lo cual brinda seguridad al accionariado respecto de la dirección y prosperidad de su compañía.

Debe entenderse también que, por la misma naturaleza de las funciones del órgano de dirección en desarrollo, las relaciones comerciales emanadas del mundo moderno, las técnicas de competencia agresivas y en economías capitalistas, han conllevado a una redefinición del buen hombre de negocios. Como bien comentaban los profesores Mascheroni & Muguillo:

“Los administradores de la sociedad son los que planifican la estrategia empresarial y llevan adelante la conducción societaria dirigida a la

consecución del objeto social. Entendemos por "administración", entonces, a la gestión interna de todos los actos que posibilitan el funcionamiento del ente societario en los ámbitos de decisión y ejecución".

En esta misma línea de ideas, encontramos aquella brindada por el profesor Isaac Halperin, quien literalmente define al buen hombre de negocios como aquel que: *"debe dedicar al desempeño del cargo todo el tiempo y atención necesarios: si no puede hacerlo por su salud u otras ocupaciones, debe renunciar, porque ha de procurar y cuidar que su desempeño en el directorio sea eficaz".*

El mismo autor, en su obra "Sociedades anónimas. Examen crítico del Decreto Ley 19.500", amplió su primera descripción respecto del bueno hombre de negocios y señaló que esta figura o proyección:

"(...) establece una autentica responsabilidad profesional; ya que implica capacidad técnica, experiencia, conocimiento. Para apreciarla en el concreto, se tendrá en cuenta: a) La dimensión de la sociedad; b) su objeto; c) las funciones genéricas que incumben como director y las específicas que se le hubieran confiado; d) la circunstancia en que debió actuar (urgencia; acopio de datos; antecedentes; e) informaciones, y como cumplió su deber de diligencia".

Por otro lado, también tenemos a Alferillo señala -en alusión a este concepto- que se: *"exige la aptitud profesional necesaria para el exitoso desenvolvimiento de la clase de actividad que constituye el objeto social, tomando como parámetro la aptitud que comúnmente se encuentra en personas que administran negocios de igual o parecida naturaleza".*

En la misma línea de ideas, también tenemos al profesor alemán Martín Abdala, quien, sobre el particular, señalaba que: *"en el Derecho alemán, la obligación básica que le cabe a todo administrador societario es la de ejercer sus funciones con el cuidado y la diligencia de un buen hombre de negocios".*

Entonces, tomando como punto de referencia las definiciones previamente citadas, podemos finiquitar este punto señalando que, el buen hombre de negocios, se instituye como una proyección empresarial, la cual supone el ejercicio leal y eficiente de un cargo que, preliminarmente, no se limita al de los directores, sino, que podría alcanzar a todo aquel que, dentro de la corporación, coadyuva a la dirección y prosperidad de la misma.

Así también, esta figura supone la observancia y cumplimiento de ciertos deberes que se hacen indispensables y que -sin duda alguna- se encuentran ligados al cumplimiento de estándares mínimos de profesionalismo y lealtad, los cuales además, se encuentran orientados al cumplimiento del objeto social y la satisfacción de las expectativas lucrativas de aquellos quienes les confirieron las facultades de dirección.

Lo referido a los deberes previamente aludidos, serán desarrollados en líneas posteriores.

El estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

5. RELACIÓN CON LOS DEBERES FIDUCIARIOS

En lo que concierne a este punto, conviene iniciar señalando que al existir un interés social que es trasladado a los directores para el ejercicio de sus funciones, y a entendimiento de (Junyent Bas), estos últimos: *“deben orientar su conducta de conformidad al interés social, concepto que, en singular convergencia, no se confunde con el de los socios, aunque lo comprende y permite advertir el carácter funcional de la actuación de los administradores”*.

Partiendo de tal premisa, para satisfacer dicho interés, los directores deberán cumplir con las obligaciones previstas en el estatuto y el ordenamiento jurídico, efectuando determinados deberes que se han establecido, tanto en doctrina como en jurisprudencia.

5.1. DEBER DE DILIGENCIA

Sobre el particular, encontramos al deber de diligencia, respecto del cual -preliminarmente- podemos ampararnos en lo expuesto por (De Vega Cobos), quien señala que es aquel deber que exige a los directores que: *"deberán actuar de buena fe y de aquella forma que consideren que sea en el mejor interés para la compañía. De este planteamiento derivan por tanto tres postulados, que se explican a continuación y que constituyen el estándar de diligencia que se deberá perseguir"*.

En la misma línea de ideas, (Sánchez Calero), citado por (Del Ser Martín), señalaba que este deber suponía que: *"(...) cualquier administrador y en cualquier tipo de sociedad de capital, por lo que se concluye que la Ley acierta al proponer una delimitación genérica de este deber"*. Asimismo, Del Ser Martín continúa señalando que:

El parámetro de conducta que se exige al administrador en el deber de diligencia tiene un carácter profesional, el objetivo de la gestión es actuar en el mejor interés de la sociedad. Y el interés social se corresponde con el común del conjunto de los socios, aunque esto no impide a los administradores atender los intereses de otros stakeholders. Pero esto solo se justifica si a largo plazo puede producir ventajas a los socios, los administradores no pueden defender intereses ajenos

Por otra parte, en un relevante informe elaborado por el Estudio Uría Menéndez, de exponía - respecto al presente punto- lo siguiente:

"El deber de diligencia se configura en la ley como una pauta de conducta y como una fuente de obligaciones. Los administradores han de cumplir los diferentes deberes impuestos por la ley, por los estatutos y por otras normas internas de conducta de la sociedad, con este nivel de diligencia. Por otro lado, que los administradores hayan de actuar como un ordenado empresario significa que en el ejercicio del cargo les es exigible un modo de proceder acorde con este modelo

conducta: están obligados a hacer lo que en cada caso haría un ordenado empresario”

En buena cuenta, lo que este deber supone, en un primer momento, un mandato de observancia directa a las normas que rigen la actividad societaria, las cuales abarcarán a aquellas de carácter estatutario y legales, ello en aras de cumplir las nociones del interés social.

Para esto último, se exige determinado grado de profesionalismo y prolijidad en el ejercicio de sus funciones, pues es con el desarrollo de deberes conexos, que dicho fin podrá verse materializado.

5.1.1. Deber de ejercicio eficiente

Este deber es claro desde su propio nombre. Primero debemos diferenciar la eficiencia de la eficacia. La eficacia es el resultado esperado, pero no necesariamente en el mejor tiempo posible; mientras que la eficiencia, es el resultado esperado en el menor tiempo posible.

Hecha la diferencia, es evidente que el deber de ejercicio eficiente, es la obligación de los administradores de buscar obtener los resultados esperados a través de sus respectivas tareas en el mejor tiempo posible. Esto tiene relación con el deber de la debida diligencia, pues cada administrador sabe de la obligación que tiene de seguir los procedimientos respectivos y correspondientes en cada tarea que se le haya encomendado para obtener los mejores resultados. Se trata de un comportamiento minucioso y responsable para con la empresa.

Es así que se puede entender que si los administradores son eficaces mas no eficientes, pueden llevar a la empresa a obtener buenos resultados, pero en un tiempo muy largo que podrían traer consecuencias negativas, como el malestar de los clientes, proveedores o distribuidores, según fuese el giro de negocio. Mientras que, si resultan eficientes, lograrían no solo buenos resultados, sino que lo concretarían en el momento oportuno y correcto para satisfacción de sus usuarios y/o clientes. Lo que beneficia a la buena imagen empresarial.

5.1.2. Deber de vigilancia o supervisión

A partir de las asignaciones que se hacen y el de llevar a cabo responsabilidades de manera diligente las tareas específicamente asignadas. Es así, que es responsabilidad del director no

ejecutivo o director “con funciones no asignadas” el de supervisar la tarea del director ejecutivo con la función asignada. Como bien dice -TOMÁS M. ARAYA- *“A partir de dicha asignación, la responsabilidad de llevar a cabo diligentemente la tarea específicamente asignada es del director delegado, no de todos, los integrantes del directorio”*.⁵⁸ Es decir, a diferencia de todos los encargados con una tarea específica, siempre habrá alguien con la tarea de supervisar el cumplimiento diligente de los mismos.

5.1.3. Deber de información

En toda sociedad se deben realizar actividades y diligencias, y estas pueden traer consigo riesgos. Para poder controlar los riesgos y tener un resultado beneficioso como resultado de alguna diligencia en el negocio, es necesario que los administradores se esmeren por conseguir la mayor información que se requiere para realizar su tarea. Este deber también está relacionado con el deber de buena fe, ya que los administradores deben buscar beneficiar al negocio a través de las actividades y tareas que tienen encomendado hacer.

La información que puedan obtener es de vital importancia para que puedan generarle al negocio una buena rentabilidad y que justifique el riesgo que se haya corrido. Si se llegase a comprobar que los administradores no tenían la información correspondiente y producto de ello la empresa o negocio se ve perjudicada, los administradores podrían caer en responsabilidad empresarial y pueden ser sancionados conforme a ley, estatutos o reglamentos internos.

5.2. DEBER DE LEALTAD

5.2.1. Concepto

En palabras de SABOGAL BERNAL sobre el deber de lealtad *“A partir de la legislación norteamericana, ampliamente conocido como “duty of loyalty” o también como “duty off air dealing”, consiste en exigir al administrador ejercer todos sus poderes institucionales de buena fe en aras de alcanzar los intereses de la compañía, razón por la cual, les está prohibido*

⁵⁸ TOMÁS M. ARAYA. (2004) pág. 50, “La delegación de funciones y el deber de vigilancia de los directores”

*aprovecharse de la sociedad y sus socios mediante la realización de operaciones injustas o fraudulentas".*⁵⁹

Es así que lo que se puede colegir de lo expuesto por el autor, es que, el administrado de una sociedad gestione sus responsabilidades y tareas en buena fe y con la intención de generar el desarrollo positivo de la sociedad, no teniendo que ser estrictamente relacionado con el éxito de la misma o de obtener la mayor ganancia, sino, de cumplir con los intereses que le sean beneficiosos, estando obligado a abstenerse de realizar cualquier acto fraudulento o que ponga en riesgo el funcionamiento de la sociedad.

5.2.2. Acerca de los conflictos de interés

Según SABOGAL BERNAL, el conflicto del deber de lealtad y los conflictos de intereses de los administradores de sociedades -según el derecho norteamericano- inicia cuando el concepto de relación fiduciaria se extiende a la relación administrador-sociedad.

Asimismo, el citado autor, resalta que en el ámbito del deber de lealtad en el entorno jurídico norteamericano no es muy amplia, y las leyes que existen son normas que en realidad son permisivas y, por lo tanto, no obligatorias.

5.2.3. Régimen de dispensa y autorización

La ley contempla que en casos singulares se pueda autorizar la realización por parte de un administrador o de una persona vinculada de una determinada transacción con la sociedad, el uso de ciertos activos sociales, el aprovechamiento de una concreta oportunidad de negocio, la obtención de una ventaja o remuneración de tercero. Como regla general, la autorización corresponderá al órgano de administración de la sociedad y, excepcionalmente, a la junta general.

(A) Autorización por el órgano de administración

En los casos en los que no sea necesaria la autorización por la junta general, la autorización se otorgará por el órgano de administración siempre que quede garantizada la independencia de los administradores que la conceden con respecto al administrador que solicite la autorización. Esta regla supone, como principio de actuación, que no pueden intervenir en la

⁵⁹ SABOGAL BERNAL. (2017), pág. 87, "El deber de lealtad y los conflictos de intereses de los administradores de sociedades"

decisión de que se trate los administradores que estuvieran afectados por la situación de conflicto. Para autorizarse, habrá que asegurarse que la operación es inocua para el patrimonio social o, en su caso, que la operación cumple con las condiciones necesarias de transparencia y que se realice en condiciones de mercado.

(B) Autorización por la junta general Será necesario que se autorice por la junta general las siguientes actividades:

(i) la obtención de una ventaja o remuneración de terceros;

(ii) transacciones cuyo valor sea superior al 10% de los activos de la sociedad; y

(iii) la prohibición de no competir con la sociedad (mediante acuerdo expreso y separado), cuando (a) no quepa esperar daño para la sociedad.

6. ORÍGENES JURISPRUDENCIALES

Antes de desarrollar el concepto y matices de la *Business Judgment Rule*, resulta menester remitirnos a sus primeras apariciones de esta figura en el plano material, que específicamente, fue en los Estados Unidos.

Siendo conocida la influencia que ha tenido el desarrollo jurisprudencial de las cortes de justicia de los Estados Unidos, más aún en la definición de instituciones jurídicas en materia societaria y corporativa, es que consideramos pertinente conocer los primeros hechos, que permitieron a los magistrados de aquel entonces, emitir fallos que, preliminarmente, fueron aportando a los cimientos de la institución materia de estudio.

6.1. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO PERCY VS. MILLAUO (1829)

Algunos de los primeros pronunciamientos judiciales se remontan hasta las primeras décadas del siglo XIX, tales como aquel emitido por la Corte Suprema de Luisiana, siendo un iterativo referente para el estudio de esta institución.

Se tiene registro de que esta sentencia sentó las primeras concepciones de que los administradores -también llamados en aquel entonces "gestores de asuntos ajenos- no podían evadir las responsabilidades que acarreaba el incumplimiento de sus obligaciones, alegando ignorancia o inexperiencia, ya que -en palabras de Sabogal, en cita a Hernando Cebria- se entendía que: *"toda decisión del administrador debía aparejar la preparación y conocimientos necesarios ("judgment") en la empresa y en los problemas que allí se planteaban ("business")"*.

Así también, esta primera acepción dio cabida a que, como bien señalaba Climent Malpartida, se plasme como una de las primeras referencias a la regla de la discrecionalidad, de que:

"Ningún hombre aceptaría la prestación de servicios en tan severas condiciones. El examen de responsabilidad, por tanto, se debe fundamentar no en la sabiduría de los administradores, sino en la tenencia de un conocimiento ordinario y la demostración de que el error del administrador fue tan grave que un hombre con sentido común y atención ordinaria no habría caído en él".

En otras palabras, debe comprenderse que los administradores, al ser los especialistas en el ejercicio de sus cargos, deben proceder con cierto profesionalismo o conocimiento de la materia, lo cual reducirá el riesgo de incurrir en errores de tal magnitud, que propicie el cuestionamiento de sus cargos en sede jurisdiccional. Esto último, abrió paso a la idea de que si se va a cuestionar el trabajo realizado por algún director, es porque dichas funciones han sido efectuadas de tal forma que amerita la asignación de responsabilidades.

Es por ello que, en virtud de esta sentencia, que podemos apreciar que las primeras exigencias a los administradores en el ejercicio de sus funciones y que, en supuestos considerablemente graves, deberán responder por los efectos de sus gestiones.

6.2. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO LESLIE VS. LORILLARD (1888)

Años más tarde, en 1888, cuando la Corte de Apelaciones de Nueva York sentenció que aquellas gestiones, desarrolladas sin fraude y sin ánimo de perjuicio de la empresa, no debían ser

sometidas al fuero judicial, máxime si dichas gestiones se han efectuado conforme a las atribuciones conferidas por los accionistas, toda vez que, como señalan Gómez, Miranda, & Santacruz: *"no es competencia de los jueces juzgar la conveniencia económica de las decisiones administrativas de una junta directiva"*.

Esto último reforzó lo expuesto por el fallo emitido en el caso Percy vs. Millauo, sentando -como regla general- que el ejercicio de los cargos de dirección, no debía ser cuestionada ante un colegiado judicial, con la salvedad de aquellos casos donde se aprecie la existencia de acciones fraudulentas y perjudiciales, pues esto último sí supone un quebrantamiento del ordenamiento jurídico y justifica la intervención estatal respectiva.

Así pues, debe destacarse que la regla general -sentada por la Corte en el presente caso- es que todo cuestionamiento hacia los directores, debe resolverse en el fuero interno de la sociedad. Se busca establecer que toda discusión de materia económica, comercial u otra que emane del giro de negocio, sea resuelta por el principal órgano de gobierno de la sociedad, que es la junta de accionistas, desplazando la participación jurisdiccional a supuestos específicos.

6.3. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO DODGE VS. FORD MOTOR CO. (1919)

Dodge v. Ford Motor Company, 204 Mich. 459, 170 NW 668 (Michigan 1919) es un caso en el que la Corte Suprema de Michigan sostuvo que Henry Ford tenía que operar Ford Motor Company en interés de sus accionistas en lugar de hacerlo de manera caritativa en beneficio de sus empleados o clientes. A menudo se cita como afirmación del principio de " primacía de los accionistas " en las empresas estadounidenses. Al mismo tiempo, el caso confirmó la regla del juicio empresarial , dejando a Ford una libertad extremadamente amplia sobre cómo dirigir la empresa.

En las décadas de 1950 y 1960, los estados rechazaron a *Dodge* repetidamente, en casos como *AP Smith Manufacturing Co v. Barlow* o *Shlensky v. Wrigley* . La posición legal general hoy en día es que el juicio comercial que pueden ejercer los directores es amplio. Las decisiones de gestión no serán cuestionadas cuando se pueda señalar algún vínculo racional para beneficiar a la empresa en su conjunto. Para 1916, la Ford Motor Company había acumulado un superávit de capital de 60 millones de dólares. El precio del Modelo T , el producto principal

de Ford, se había reducido sucesivamente a lo largo de los años, mientras que los salarios de los trabajadores aumentaban drásticamente y de manera bastante pública. El presidente y accionista mayoritario de la compañía, Henry Ford, buscó poner fin a los dividendos especiales para los accionistas a favor de inversiones masivas en nuevas plantas que permitirían a Ford aumentar drásticamente la producción y la cantidad de personas empleadas en sus plantas, sin dejar de reducir los costos. y precios de sus autos. En defensa pública de esta estrategia, Ford declaró:

Mi ambición es emplear aún más hombres, extender los beneficios de este sistema industrial al mayor número posible, ayudarlos a construir sus vidas y sus hogares. Para hacer esto, estamos volviendo a poner la mayor parte de nuestras ganancias en el negocio.

Si bien Ford pudo haber creído que tal estrategia podría beneficiar a la compañía a largo plazo, les dijo a sus compañeros accionistas que el valor de esta estrategia para ellos no era una consideración principal en sus planes. Los accionistas minoritarios se opusieron a esta estrategia, exigiendo que Ford dejara de reducir sus precios cuando apenas podían cumplir con los pedidos de automóviles y que continuara pagando dividendos especiales del excedente de capital en lugar de las inversiones en la planta que propone. Dos hermanos, John Francis Dodge y , poseían el 10% de la empresa, entre los mayores accionistas junto a Ford.

Se pidió al Tribunal que decidiera si los accionistas minoritarios podían impedir que Ford operara la empresa para los fines caritativos que él había declarado.

Como resultado directo de esta decisión, Henry Ford amenazó con crear un fabricante competidor como una forma de obligar finalmente a sus adversarios a venderle sus acciones. Posteriormente, el dinero que los hermanos Dodge recibieron del caso se utilizaría para expandir Dodge Brothers Company .

Ford también estaba motivado por el deseo de exprimir a sus accionistas minoritarios, especialmente a los hermanos Dodge, de quienes sospechaba (correctamente) que usaban los dividendos de Ford para construir una empresa automovilística rival. Al cortar sus dividendos, Ford esperaba privar a los Dodges de capital para impulsar su crecimiento. En ese contexto, la decisión de Dodge se considera un resultado mixto para ambos lados de la disputa. A Ford se le negó la capacidad de socavar arbitrariamente la rentabilidad de la empresa y, por lo tanto, eliminar futuros dividendos. Sin embargo, según la regla de juicio empresarial confirmada, a Ford se le dio un margen de maniobra considerable a través del control de su junta sobre las

inversiones que podía hacer. Eso lo dejó con una influencia considerable sobre los dividendos, pero sin el control total como deseaba.

Este caso se cita con frecuencia como apoyo a la idea de que el derecho corporativo requiere que las juntas directivas maximicen la riqueza de los accionistas. Sin embargo, una opinión es que esta interpretación no ha representado la ley en la mayoría de los estados durante algún tiempo.

Entre los no expertos, la sabiduría convencional sostiene que el derecho corporativo requiere que las juntas directivas maximicen la riqueza de los accionistas. Esta creencia común pero errónea, es casi siempre apoyado por referencia a 1919 opinión del Tribunal Supremo de Michigan en *regate v. Ford Motor Co* .

- *Lynn Stout*

A menudo se malinterpreta o se malinterpreta a Dodge como el establecimiento de una regla legal para maximizar la riqueza de los accionistas. Esto no era ni es la ley. La maximización de la riqueza de los accionistas es un estándar de conducta para funcionarios y directores, no un mandato legal. La regla de juicio empresarial [que también se mantuvo en esta decisión] protege muchas decisiones que se desvían de este estándar. Esta es una lectura de *Dodge* . Sin embargo, si de esto se trata todo el caso, no es tan interesante.

- *M. Todd Henderson*

Sin embargo, otros, aunque estuvieron de acuerdo en que el caso no inventó la idea de maximizar la riqueza de los accionistas, encontraron que era una declaración precisa de la ley, en el sentido de que "los funcionarios y directores corporativos tienen el deber de administrar la corporación con el propósito de maximizar las ganancias en beneficio de los accionistas "es una regla legal predeterminada, y la razón por la que" *Dodge contra Ford* es una regla que los tribunales casi nunca hacen cumplir "no es que represente una mala jurisprudencia, sino porque la regla de juicio empresarial significa:

La regla de maximización de la riqueza para los accionistas es prácticamente imposible de hacer cumplir en la práctica. La regla es aspiracional, excepto en casos excepcionales. Mientras los directores corporativos y los directores ejecutivos afirmen estar maximizando las ganancias para los accionistas, se les tomará la palabra, porque es imposible refutar las afirmaciones egoístas de estos funcionarios corporativos sobre sus motivos.

- *Jonathan Macey*

Otro fallo en esencia relevante, fue aquel emitido en el contexto del presente caso. Dos accionistas minoritarios de la Ford Motor Co. -empresa dedicada al rubro de venta de automóviles-, demandaron la reducción de sus dividendos y la pérdida de otras ganancias tras el ejercicio de dirección de Henry Ford, en tanto este último -como parte de su estrategia de negocio- redujo los precios y adoptó otras medidas, con la finalidad de difundir el nuevo concepto de empresa y lograr la expansión de la corporación. Asimismo, se cuestionó que parte de la gestión de Ford, se haya enfocado en aumentar los pagos remunerativos de su personal y la supresión de dividendos extraordinarios, lo que si bien pudo ser aplaudido por determinado sector -ya que dichas medidas proyectaban el lado humanitario de Ford y de la compañía-, no fue bien recibido por el accionariado, máxime si estos vieron mermadas las ganancias esperadas.

Ahora, era inevitable la molestia generada en parte del accionariado, pues la reducción de los dividendos y demás medidas, para los demandantes -los hermanos John y Horace Dodge- significó una desviación del ánimo de lucro que es propia de las sociedades comerciales, lo cual propició que solicitaran la intervención judicial, a efectos de obligar al director a aumentar el precio de los productos y, en adición, a limitar el uso de las ganancias al pago de dividendos.

Es así que la Corte Suprema de Michigan, en un primer momento, aseveró que si bien los tribunales de justicia no eran los más idóneos para pronunciarse respecto de las decisiones empresariales asumidas por los directores ("*judges are not business experts*"), ello no debía privar de declarar que el proceder de Ford devino en arbitrario e ilegal, más aún porque -en efecto- la principal expectativa de una empresa es el ánimo de lucro, por lo que pretender desvirtuarlo y desnaturalizarlo por fines sociales o humanitarios, y generar perjuicios a los accionistas, no era una situación que debiera ser amparada por la discrecionalidad empresarial.

En tal contexto, es que el profesor americano, M. Todd Henderson, en referencia a lo sentado por la corte, bien señaló que si bien los directores pueden aplicar restricciones como las del presente caso -lo cual se justifica en el ejercicio de sus funciones-, estas deben responder a propósitos comerciales racionales, lo que -evidentemente- no generará perjuicio alguno al accionado y, por ende, eximirán dichas decisiones de cualquier revisión judicial.

6.4. SENTENCIA RECAÍDA EN EL CASO SMITH VS. VAN GORKOM (1985)

Antes de 1985, la comunidad jurídica había asumido la idea de que los administradores, en la práctica, gozaban de inmunidad frente a acciones de responsabilidad por infracción del deber de diligencia, de modo que, de manera general, los administradores únicamente se enfrentaban a casos en los que la responsabilidad que se les pretendía imputar derivaba de la vulneración del deber de lealtad. Así, cuando se iniciaba en los tribunales alguna acción de responsabilidad por infracción del deber de diligencia los jueces aplicaban la business judgment rule que operaba a favor de los administradores presumiendo una actuación diligente y correspondiendo la carga de la prueba a los demandantes. La aplicación de la business judgment rule como medio para evitar la revisión en sede judicial de decisiones de los administradores por infracción del deber de diligencia, tenía como consecuencia que no existieran casos en los que se declaraba responsables a los administradores por negligencia salvo que aparecieran otro tipo de infracciones del administrador como fraude, ilegalidad o actuación de los administradores en conflicto de interés. La dificultad tanto material como procesal para destruir la presunción de la business judgment rule era muy grande, y a ello se añadía el hecho de que el estándar de negligencia exigido para la imputación de responsabilidad a los administradores era el de negligencia grave. El primer caso en el que se habló de la negligencia grave como requisito para la imputación de responsabilidad a los administradores y que suponía la no aplicación de la business judgment rule fue en 1972 en el caso de Penn Mart Realty Co. v. Becker. Este concepto fue desarrollado posteriormente en Aronson v. Lewis, en el que el tribunal estableció que la business judgment rule operaba como una "presunción de que en la toma de una decisión empresarial, si los administradores de la sociedad actuaron de manera informada, de buena fe y con el sincero convencimiento de estar actuando en el mejor interés de la sociedad no se les podría exigir responsabilidad. Además, en ausencia de un claro abuso de discrecionalidad, la decisión habría de ser respetada por el tribunal y la carga de refutar tal presunción recaería sobre la parte demandante. La clave de la formulación presentada por el tribunal en el caso Aronson se encontraba en la importancia dada a la exigencia de que la decisión se tomara "en base a toda la información que de manera razonable pudieron obtener". Algunas de las lagunas de Aronson v. Lewis fueron solventadas por el caso más revolucionario en esta materia, Smith v. Van Gorkom, que supuso el punto de partida en la evolución de los criterios de revisión de las decisiones de los administradores. Este caso, también conocido como Trans Union, declaró responsables a los administradores, para sorpresa de todos, por los daños causados a la sociedad en el marco de una acción de responsabilidad iniciada por los accionistas sin que existiera fraude, ilegalidad o una actuación interesada por parte de los

administradores que, como antes se dijo, eran los supuestos en que de manera tradicional se venía exigiendo responsabilidad. No obstante, este caso ha de estudiarse y entenderse dentro de su propio contexto: el de las operaciones de M&A, más que en el marco general del deber de diligencia. El tribunal no admitió la aplicación de la business judgment rule para exonerar de responsabilidad a los administradores por las decisiones que adoptaron en relación con la adquisición de la sociedad por otro inversor al considerar que los administradores vulneraron su deber de diligencia por no informarse de manera suficiente sobre la operación, su desarrollo, conveniencia y consecuencias para los intereses de la sociedad y sus accionistas. Todo ello constituyó, a juicio del tribunal, una negligencia grave. Para nuestros propósitos, en cualquier caso, conviene hacer una breve exposición de los hechos teniendo en cuenta que se trató de un tipo de operación particular y ampliamente utilizado en Estados Unidos, la cash-out merger que es una modalidad de fusión en la cual los socios minoritarios de la sociedad reciben una contraprestación dineraria en lugar de acciones de la nueva sociedad que resulta de la operación. Es un tipo de fusión que permite la exclusión por parte del socio mayoritario de los minoritarios a través de un peculiar proceso. En el caso concreto de Trans Union, la operación se estructuró en dos etapas. Por un lado se constituyó una nueva sociedad que adquirió una participación de control en la sociedad target; en un segundo paso, la nueva sociedad, ahora accionista de control de la originaria, la absorbió a través de una cash-out merger, entregando a los accionistas minoritarios de la absorbida una contraprestación dineraria en lugar de acciones de la nueva sociedad. La clave de este tipo de operaciones reside en el diferente trato que reciben los accionistas de la sociedad target ya que, mientras los accionistas mayoritarios reciben en compensación acciones de la nueva sociedad, se elimina la participación de los minoritarios a través de la entrega de una contraprestación monetaria. Trans Union era una sociedad de actividad diversificada que cotizaba en la bolsa de Nueva York y que, desde hacía algún tiempo, padecía ciertos problemas financieros motivados fundamentalmente por las políticas fiscales que se venían aplicando en Estados Unidos en los últimos años. Ante esta situación la sociedad llevó a cabo una serie de estudios de viabilidad financiera entre los que se incluía un plan de financiación a través de una posible "adquisición apalancada" de la sociedad (Leveraged Buyout, LBO) . Seguidamente, el CEO de Trans Union, Van Gorkom, se puso en contacto con un conocido experto en adquisiciones, Jay Pritzker, a espaldas del Consejo de Administración, y negoció un acuerdo para la adquisición de la sociedad. Van Gorkom convocó una reunión del Consejo de Administración donde presentó la oferta de adquisición simplemente explicando las condiciones

del acuerdo, sin entregar la documentación para que el resto de consejeros la estudiaran. Además, a esa reunión acudió el abogado de la sociedad que explicó que para este tipo de operaciones no era preceptiva una fairness opinion, poniendo de manifiesto que el hecho de no aprobar el acuerdo podría dar lugar a una demanda por parte de los accionistas. Asimismo, a esa reunión también asistió el director financiero quien se limitó a señalar que el precio ofrecido era un precio de mercado. Sobre la base únicamente de esta información se votó y aprobó el acuerdo por el Consejo de Administración. La aprobación provocó una reacción muy negativa por parte de los ejecutivos lo que condujo a una revisión de algunas de las condiciones del acuerdo. Tras esta modificación la operación siguió adelante y la nueva sociedad adquirió las acciones que le otorgaban una posición de control en la sociedad. A continuación comenzó la obtención de delegaciones de voto a lo que siguió la posterior votación y aprobación de la absorción de Trans Union por la nueva sociedad."

Este caso, sin duda, resulta ser uno de los más emblemáticos, en el que se aprecia la inaplicación de la *business judgment rule*, y como principales actores a la Trans Union Corporation y su director Jerome W. Van Gorkom, en un contexto de operación de M&A, lo cual -para el objeto de nuestra investigación- resulta indispensable desarrollar con ciertos detalles.

Algunos autores consideran que este caso fue "el punto de inflexión", aquel en el que se pone un alto a la regla de la discrecionalidad empresarial, en tanto quedó de manifiesto una severa negligencia ("*grossly negligent*") en el ejercicio de la función de dirección, que de haberse aplicado la *business judgment rule*, hubiera desnaturalizado su aplicación y la confiabilidad en casos futuros.

En el presente caso, la operación de concentración empresarial se llevó a cabo a bajo la figura de una *cash-out merger*, aquella que tiene como particularidad que los socios minoritarios reciben dinero en efectivo, a comparación de los accionistas mayoritarios que sí reciben acciones de la sociedad fusionada. Se cuestionó que Jerome W. Van Gorkom, director de la Trans Union Co., no haya evaluado con detenimiento el precio de las acciones para los fines de la operación, en tanto estas poseían un valor superior al planteado por la Marmon Group, generando así una depreciación en el valor de las acciones y la consecuente exclusión de los accionistas minoritarios de la sociedad fusionada, lo cual propició el inicio de las acciones judiciales respectivas contra el directorio.

Con base a los antecedentes jurisprudenciales del caso, se conoce que los directores mantenían la certeza de un inminente fracaso respecto de las acciones judiciales, toda vez que el proceder del órgano de control no estuvo promovido por dolo, fraude, ilegalidad o algún interés personalísimo que desvirtuara sus decisiones.

En esta línea, De Vega Cobos -citando a Guerrero Trevijano- señalaba lo siguiente:

“La peculiaridad de este caso radica en el hecho de que los administradores confiaban en que no se les declararía culpables al no haber habido fraude, ilegalidad ni interés personal. Sin embargo, finalmente, se acabó declarando culpables por los daños causados a la sociedad. Lo que el tribunal declaró es que los administradores no cumplieron con su deber de diligencia en la vertiente del deber de información adecuado al no informarse debidamente acerca de la operación en su conjunto y las implicaciones de la misma para los accionistas (...).”

Así pues, como bien es sabido, la Corte Suprema de Delaware dejó de aplicar la regla de la discrecionalidad empresarial, que en palabras de Suescún de Roa -citando el fallo del colegiado judicial-, fue en función de los siguientes considerandos:

“La Corte Suprema de Delaware rechazó la aplicación del BJR en este caso y señaló que la junta directiva había violado deberes fiduciarios, principalmente el deber de diligencia, al no haber estado debidamente informada y al no haber revelado adecuadamente la información a los accionistas en busca de un voto favorable para la fusión (...)

Como consecuencia de no haber cumplido apropiadamente con el deber de información, la Corte en Smith v. Van Gorkom aplicó el entire fairness standard y determinó que en el comportamiento de los administradores de la compañía había mediado culpa grave, de manera que los declaró responsables y los condenó a pagar la

diferencia entre el valor justo de mercado y el precio de las acciones que efectivamente se pagó en la fusión”.

Lo anterior, dio pase al criterio del *entire fairness standard*, el mismo que supone, preliminarmente, que el clásico criterio de la carga prueba como cualidad del accionante, se invierte al lado acusado en sede jurisdiccional -léase, al directorio-, con la finalidad de que sean estos los que logren desvirtuar los cargos y, por ende, eximirse de responsabilidad, alegando que sus decisiones fueron tomadas de sin ánimo de perjuicio alguno hacia los accionistas.

A pesar de los esfuerzos efectuados por los directores, igual el tribunal falló en condena de esos, y, específicamente, sentó que los incumplimientos de los deberes -tales como el diligencia- que emanan de la calidad de *manager*, da cabida a la inaplicación de la *business judgment rule*.

7. LEGISLACIÓN COMPARADA

7.1. LEGISLACIÓN ARGENTINA

7.1.1. El deber de buena fe en la administración societaria y el principio de la discrecionalidad empresarial y la regla del juicio de negocios

En Argentina, la protección de la discrecionalidad empresarial, se encuentra regulado en el artículo 161 de la LGS. Se hace referencia al análisis sobre la jurisprudencia anglosajona hacia el debido deber de cuidado, dando requisitos para su procedencia⁶⁰, como: i) Obtener un mínimo de conocimiento del negocio; ii) mantenerse informado acerca de las actividades desarrolladas por la sociedad; iii) monitorear e inmiscuirse en las actividades y cuestiones vinculadas con la sociedad; iv) atender a las reuniones de directorio en forma regular; v) revisar la situación financiera de la sociedad regularmente; vi) requerir información sobre cuestiones dudosas, y por último vii) objetar actos presuntamente ilegales.

Lo que el autor quiere dar a entender con esta cita, es que, para el empresario es importante y de vital responsabilidad actuar diligentemente cuando tome decisiones frente a informaciones precisas y de acuerdo al análisis previo del tema, teniendo en cuenta el análisis efectuado.

⁶⁰ A. IANELLO, Pablo. “El deber de buena fe de los administradores y la protección de la discrecionalidad empresarial como límite de su responsabilidad. Pág. 5

Frente a lo comentado, el autor hace una división de los riesgos que hace frente al socio, uno diversificable y uno no diversificable. La diferencia entre estas dos es simple. Como bien explica el autor, *“El primero trata en la colocación de inversiones en diferentes grados de riesgo para mitigar la volatilidad de los mercados. El segundo corresponde al riesgo que asume al delegar en un tercero la gestión empresarial”*. Con respecto al último tipo de riesgo, es evidente que en la delegación de tareas empresariales implica un riesgo en las decisiones de los negocios, pero el orden normativo ha dispuesto una serie de mecanismos de responsabilidad que ayudan a mitigarlo y así generar un nivel eficiente de cuidado.

7.2. LEGISLACIÓN COLOMBIANA

7.2.1. Responsabilidad de los administradores sociales

Según la legislación colombiana, el artículo 200 del Código de Comercio, los administradores tienen dos tipos de responsabilidades; una civil, por los perjuicios que lleven a causar a la sociedad, socios o a terceros por dolo o culpa; y una administrativa, cuando se configure alguna vulneración o los estatutos o a la ley.

Según la legislación colombiana, la responsabilidad de los administradores se encuentra regulada en el artículo 24 de la Ley 222 de 1995, siendo solidaria e ilimitada, contemplando tres acciones: i) la acción social de responsabilidad, ii) la acción individual de responsabilidad, y iii) las acciones de nulidad e indemnización de perjuicios en actos que adolezcan de conflictos de interés o competencia.

Para el caso de la regla de discrecionalidad de los negocios, según el autor, *“su inclusión en la jurisprudencia colombiana es el resultado de múltiples situaciones que evidenciaron la necesidad de desenvolver los negocios con mayor rapidez, de incluir lineamientos de la jurisprudencia norteamericana, y de instruir a la Superintendencia de Sociedades como una institución especializada y comparable con la DCC. También es posible plantear que la adopción de la regla de discrecionalidad puede ser producto de la influencia que ejerce Estados Unidos de América sobre Colombia, derivado esto de la necesidad de atraer inversionistas a través de la seguridad que se les puede brindar a sus negocios en el territorio colombiano.”*⁶¹

⁶¹ SUAREZ CARVAJAL, Valeria. “La regla de discrecionalidad de los negocios en Colombia: El escudo de los administradores sociales. Pág. 72

Según Diego López Medina, *“la DCC es para Colombia un autor canónico que se refleja en las constantes referencias que realiza la SS en sus fallos. Incluso, la asignación de funciones jurisdiccionales a la SS se puede considera como un trasplante estructural de la DCC, de manera que la SS y la DCC son comparables por el dinamismo y constante actualización que denotan en sus fallos.”*

8.LA INCLUSIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL EN EL ANTEPROYECTO DE LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

8.1. TRATAMIENTO EN NUESTRA LEGISLACIÓN ACTUAL

De acuerdo al artículo 2 del anteproyecto de la Ley General de Sociedades, se estipula lo siguiente:” Toda sociedad debe adoptar alguna de las siguientes formas previstas en la presente ley: sociedad anónima, sociedad comercial de responsabilidad limitada, sociedad colectiva, sociedad en comandita simple, sociedad en comandita por acciones, sociedad civil ordinaria y sociedad civil de responsabilidad limitada.

La sucursal establecida en el Perú, ya sea de sociedad constituida en el Perú o en el extranjero, se rige por la presente ley. Los contratos asociativos igualmente se rigen por la presente ley.

La sociedad sujeta a un régimen legal especial es regulada supletoriamente por las disposiciones de la presente ley.

La comunidad de bienes, en cualquiera de sus formas, se regula por las disposiciones pertinentes del Código Civil.

8.2. ÁMBITO CIVIL Y PENAL

Conforme al artículo 160 de la Ley General de Sociedades, se estipula lo siguiente:” Los directores responden personal, ilimitada y solidariamente ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos, actos u omisiones contrarios a la ley, al estatuto, o que resulten del incumplimiento de los deberes de diligencia y lealtad, siempre que medie dolo, negligencia grave o abuso de facultades. La negligencia grave se presume, salvo prueba en contrario, cuando el acto o la omisión sea expresamente contrario a la presente ley o al estatuto.

La responsabilidad del director es personal, no alcanza a las otras empresas y demás personas jurídicas en las que el director preste servicios o desarrolle sus actividades, aun en el caso en que aquellas sean accionistas o presten servicios a la sociedad.

El director es, asimismo, solidariamente responsable con los directores que lo hayan precedido por los actos u omisiones que estos hubieran cometido u omitido si, conociéndolos, no los denuncia por escrito a la junta general.

La responsabilidad del director se extiende a los administradores de hecho. Para tales efectos, se considera administrador de hecho a la persona que, en la realidad de los hechos, desempeña las funciones propias de un director o de un gerente o dirige directamente las actuaciones y decisiones de estos.

Es nula toda disposición del pacto social o del estatuto, acuerdo de la junta general o estipulación contractual de convenio entre accionistas o entre estos y terceros que absuelva en forma anticipada de responsabilidad al directo

Conforme al artículo 164 de la Ley General de Sociedades, se estipula lo siguiente: " La demanda en la vía civil contra el director no enerva la responsabilidad penal que pueda corresponderle".

8.3. ÁMBITO SOCIETARIO

Según el artículo 151.1 del anteproyecto de la Ley General de Sociedades, se indica lo siguiente: "En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad de los directores, los niveles requeridos de diligencia se entenderán cumplidos cuando el director haya actuado de buena fe, sin conflicto de interés en el asunto objeto de decisión, con información razonablemente suficiente según las circunstancias y siguiendo un procedimiento adecuado, independiente y transparente para la toma de decisión" según lo señalado y teniendo en cuenta lo dicho por la RAE sobre "*la discrecionalidad*" : *todo aquello que no está sometido a regla, sino al criterio de una persona o autoridad*. A partir de lo citado, entendemos que la discrecionalidad empresarial, es todo aquella actividad hecho por los administradores o encargados de tareas específicas, deben tener una labor con sentido común y de buena fe con la empresa. Es posible relacionarlo con el deber de buena fe, puesto que si un administrador actúa con dolo para

beneficiarse a sí y no a los resultados del negocio, estaría dejando de lado la discrecionalidad que debe mantener para con la empresa.

Asimismo, en el siguiente párrafo del mismo artículo y numeral indica lo siguiente: “En este marco, los directores no incurrirán en responsabilidad en caso de actuar de conformidad con lo indicado en el párrafo anterior, incluso si finalmente las decisiones que adoptaron no resultaron las más convenientes para la sociedad.” Tomando en cuenta lo desarrollado anteriormente, entendemos que si los administradores o encargados de tareas específicas en la empresa que actúen con discrecionalidad, no incurrirán en responsabilidad. Entiéndase todo lo que tenga que ver con los deberes de los administradores con la empresa desarrollados anteriormente.

9 . RESPECTO DE LA EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE SU INCLUSIÓN EN NUESTRA LEGISLACIÓN

La discrecionalidad empresarial nace de la discrecionalidad de los directores del negocio. Tiene relación con las actividades, decisiones estratégicas, decisiones finales, gestión de riesgos, etc. La discrecionalidad se cumple cuando los administradores o directores cumplen con realizar de manera diligente sus tareas correspondientes.

La discrecionalidad empresarial es un deber de vital importancia en la actividad del negocio, ya que tiene relación con el deber de buena fe. Toda vez, que para cumplir con la discrecionalidad, los administradores o directores deben cumplir con los parámetros requeridos en virtud de los beneficios de la empresa. Deben tener la debida diligencia en los procedimientos a realizarse en toda actividad y siempre con el deber de lealtad a la empresa.

Sin la discrecionalidad, podría la empresa caer en riesgos innecesarios e inclusive negligentes, ya que los encargados de las tareas más importantes del negocio, no se verían en la obligación de cumplir diligentemente los procedimientos requeridos y obtener la información suficiente a la hora de la toma de decisiones para mitigar el riesgo.

CAPITULO IV: PROTECCIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL EN OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

1. LA DEBIDA DILIGENCIA DE LOS ADMINISTRADORES Y SU DISCRECIONALIDAD EN FUSIONES Y ADQUISICIONES

Antes de desarrollar cual es la responsabilidad de los administradores en las operaciones ya sea de fusiones y adquisiciones, es menester definir que es debida diligencia- más conocida en múltiples textos académicos como "*due diligence*"- esto es el proceso mediante el cual se investiga a una persona o empresa antes de firmar un contrato o acuerdo económico⁶². En este tipo de operaciones M&A resulta necesario que la sociedad verifique con que sociedad o persona natural está efectuando un acuerdo, corroborar si cuenta con capital idóneo para este tipo de operaciones, si no se encuentra en una situación de insolvencia, si no se encuentra investigada por algún delito doloso, si cuenta con historial en el mercado para el rubro por el cual busca fusionarse, entre otros aspectos.

Según la doctrina, el deber de diligencia ha adoptado una triple vertiente: Se alude a un deber de vigilancia de la gestión y marcha general de la sociedad; un deber de investigar, entendido como deber de comprobar la veracidad y suficiencia de las informaciones, y finalmente, un deber de informarse antes de adoptar decisiones sobre asuntos de su competencia⁶³.

1.1. LA DEBIDA DILIGENCIA Y SU APLICACIÓN EN LA JURISPRUDENCIA ESTADOUNIDENSE

Los tribunales del estado de Delaware han precisado que diligencia que emplean los administradores para la toma de decisiones es perfectamente aplicable el criterio de la "*business*

⁶² Capital.com. (s.f.). Debida diligencia. Recuperado de <https://capital.com/es/debida-diligencia-definicion>

⁶³ Eisenberg, M. (1990). The duty of care of corporate director and officers. U. Pitt. L. Rev. N° 51.

judgment rule” que es una regla del sistema jurídico del *common law* utilizada para reducir el número de acciones de responsabilidad contra los administradores que los accionistas puedan interponer ante los tribunales⁶⁴. Bajo esta misma lógica, se busca obstaculizar que las decisiones de gestión de los administradores puedan ser revisadas cuando se presenten cuatro condiciones: Debe existir una decisión de los administradores, los administradores deben haber tomado la decisión en base a toda la información que de manera razonable pudieron obtener, la decisión de los administradores ha de ser tomada de buena fe, y, finalmente, la actuación de los administradores ha de ser independiente y desinteresada. La regla opera como una presunción *iuris tantum* de que en la toma de decisiones los administradores actuaron de manera independiente y desinteresada, suficientemente informados, de buena fe y bajo el sincero convencimiento de estar actuando en el mejor interés de la sociedad⁶⁵.

Respecto a las operaciones de M&A, los tribunales en la mayoría de los casos adoptaban el criterio de la *business judgment rule* como referencia al momento de revisar las decisiones de los administradores. No obstante, debido al auge de las adquisiciones hostiles y el surgimiento de las medidas defensivas en los años 80, los tribunales tuvieron que adoptar una postura frente a estas situaciones como ya sea mantener las medidas que constituían parte de la estrategia empresarial y que estaban configuradas para asegurar resultados favorables para los accionistas, en cambio, la otra postura se refería a que se prescindía de aquellas estrategias que significaban aparentemente medidas de protección de los intereses que podían no compartir con las que pensaban la sociedad y los accionistas.

1.2. CASO SMITH VS VAN GORKOM

En este caso en concreto, la empresa Trans-Union estaba pasando por momentos difíciles para generar ingresos suficientes que le permitieran compensar grandes créditos fiscales de inversión. Esta compañía tenía varios años para hacer frente a los problemas antes que de se invirtieran de mala manera los créditos, sin embargo, surge un personaje polémico- Van Gorkom- quien es director y miembro de la junta directiva, tuvo como motivo comprar una compañía a \$55 dólares por acción (cuando el valor de mercado de la acción estaba en \$39 dólares), que le permitiera compensar dichos créditos. En este caso se trataba de una cash-out merger, un tipo de fusión en

⁶⁴ Dooley, M. (1992). Two Models of Corporate Governance. Rev. Bus. Law N° 47.

⁶⁵ Guerrero Trevijano, C. (2010). La Business Judgment Rule en los Procesos de M&A. Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho. Recuperado de https://eprints.ucm.es/11914/1/E-PRINT_La_BJR_en_los_procesos_de_MA2.pdf

la que se excluye a los socios minoritarios, ya que estos, en cambio de recibir acciones de la nueva sociedad fusionada (como sí lo hacen los accionistas mayoritarios) reciben dinero en efectivo.

El mencionado valor de la acción se derivó, principalmente, de simples conjeturas hechas por el director financiero, en lugar de haberse fundamentado en una valoración profesional de la compañía, y fue admitido por Van Gorkom basado en el precio por el que él estaba dispuesto a vender sus acciones.

La manera de como se llevó a cabo el procedimiento para aprobar la fusión, se tomaron en cuenta los siguientes aspectos: La mayoría de los altos directivos de la compañía y de los miembros de la junta directiva se enteraron del negocio el mismo día en que fue aprobado; Van Gorkom no distribuyó ningún tipo de información cuando se sometió a aprobación la fusión; para la toma de decisión, la junta directiva únicamente se basó en la palabra de este, la del presidente de Trans-Union, el concepto de un abogado en el que se infería que de no ser aprobada la fusión serían demandados y el concepto vago del director financiero que decía que el pago de \$55 dólares por acción estaba dentro del margen calculado; sin embargo, nunca se reveló cómo se llegó a dicho valor.

El razonamiento de la Corte Suprema de Delaware fue que el procedimiento que optaron los administradores de Trans-Union en su decisión de vender la compañía fue un acto impulsivo y frívolo porque la junta directiva había transgredido los deberes fiduciarios conocido en ese entonces como el deber de diligencia porque no estaba informado y no reveló dicha información a los accionistas porque buscaban obtener un voto favorable para que la fusión surja. El Tribunal en el caso *Bremh v. Eisner* del año 2000- determinó que la información que deben obtener y proporcionar los administradores es aquella que razonablemente está disponible o aquella que se puede obtener, mas no considerar aquella que está fuera de su alcance.

Finalmente, la Corte señaló que en el acuerdo de fusión no se cumplió con el deber de información porque el comportamiento de los administradores había mediado culpa grave, en la medida que se declaró como responsables y los condenó a que paguen la diferencia entre el valor justo de mercado y el precio de las acciones que se pagaron en la fusión⁶⁶.

⁶⁶ Suescún De Roa, F. (2015). Deberes de los Administradores en Fusiones y Adquisiciones: La versión colombiana de la "Píldora Venenosa". Universidad de los Andes, Facultad de Derecho. Revista de Derecho Privado N° 53, recuperado de https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri564.pdf

1.3. LA REGULACIÓN DE LA DEBIDA DILIGENCIA EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

La administración de una sociedad recae en el directorio y en los gerentes conforme el artículo 152° de la Ley General de Sociedades (en adelante LGS). Pero, no olvidemos que el artículo 153° de la LGS prescribe que el directorio es un órgano colegiado cuya elección lo hace la junta general de accionistas; es así como se surge este cuerpo colegiado indispensable para el nacimiento de una sociedad.

El rol de un director es que se adopten los acuerdos vinculados al desenvolvimiento de la sociedad conforme a su objeto social dentro de los límites que el estatuto social le haya impuesto a sus atribuciones y facultades. Todo acuerdo adoptado por los directores será en nombre del directorio de la sociedad y no a título personal⁶⁷.

Antes de versar la postura de la LGS respecto a la debida diligencia, es importante tomar nota sobre los deberes inherentes al cargo de director, dentro de los cuales se encuentra a la debida diligencia; según el artículo 171° de la LGS:

“Artículo 171.- Ejercicio del cargo y reserva

Los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal.

Están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso, aún después de cesar en sus funciones”.

Del artículo citado podemos obtener que los directores de una sociedad tienen tres deberes inherentes a su cargo; los cuales son: (i) deber de diligencia, (ii) deber de lealtad: y (iii) deber de reserva”.

Lo que debemos entender de esta disposición es que el deber de diligencia hace alusión al patrón de conducta de un hombre de negocios que busca realce en sus ambiciones. Concordamos con lo estipulado por el Dr. Elías Laroza⁶⁸ (1999, p. 357):

“Aunque las premisas de “ordenado comerciante” y “representante leal” no son definidas ni desarrolladas por la norma, si se encuentran plenamente aplicadas al desempeño del cargo, o

⁶⁷ Véliz Ortiz, S.J. (2018). Los deberes inherentes al cargo de director de una Sociedad Anónima. Revista de Derecho Forseti, número 2. Recuperado de <http://forseti.pe/revista/derecho-financiero/articulo/los-deberes-inherentes-al-cargo-de-director-de-una-sociedad-anonima>

⁶⁸ Elías Laroza, E. (1999). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Tomo I. Ed. Gaceta Jurídica, Lima- Perú.

sea a las funciones de gestión y de representación que, como miembros de un órgano administrador de la sociedad, los directores deben cumplir diligentemente con la finalidad de llevar a cabo el objeto social. Debemos destacar que el desempeño del cargo con las cualidades de un ordenado comerciante en la nueva LGS es más una norma jurídica de conducta que un parámetro para juzgar la responsabilidad de los directores".

La LGS incurre en un vacío al no definir que se entiende por "ordenado comerciante", dejando dicha labor tanto a la doctrina y por qué no a la jurisprudencia a fin de uniformizar un criterio que no será pacífico en la comunidad jurídica, pero con el tiempo esperemos que dicha incertidumbre sea aclarada.

Por otro lado, la Ley de Sociedades de Capital⁶⁹ que regula las sociedades mercantiles en España establece en su artículo 225° que los administradores deben desempeñar su cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un "ordenado empresario".

Nuestra legislación emplea la acepción de "ordenado comerciante" como estándar de diligencia de los directores, en sentido contrario, la legislación española también emplea este concepto, de cierta forma adoptamos la regulación española.

1.4. PROTECCIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL

El artículo 226.1° de la Ley de Sociedades de Capital española establece que existe discrecionalidad respecto de lo que hacen los administradores:

Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial.

"1. En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado (...)" (El subrayado es nuestro).

⁶⁹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 02 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Por consiguiente, Paz- Ares⁷⁰ (2003, p. 204) precisa que un administrador funge como un ordenado empresario si y solo si concurren los siguientes supuestos:

“Que la decisión empresarial se haya tomado con la suficiente información, siguiendo los procedimientos formalmente establecidos;

Que el administrador haya actuado en defensa del interés social, esto es, que no tenga interés personal en cualquier consecuencia directa o colateral de la decisión;

Que se trate de decisiones objetivamente razonables y adecuadas para la satisfacción del interés social”.

Asimismo, en el sistema del common law encontramos un escenario interesante, los miembros de un *board of directors* se encuentran sujetos al *duty of care* que viene a ser una institución similar al deber de diligencia que está contenida en nuestra LGS; de la misma forma como el ordenamiento jurídico español tutela la discrecionalidad empresarial de los directores, el derecho anglosajón también reconoce el “*business judgment rule*” de los miembros del *board of directors*⁷¹.

Según Samuel Véliz (2018) opinión que estamos de acuerdo, el deber de diligencia de los directores se configura como una obligación de medios y no como una obligación de resultados en el desempeño de su cargo⁷². Sobre esta premisa se infiere que la actividad empresarial los directores pueden ejecutar decisiones riesgosas en el aspecto que no garantiza que la sociedad vaya a obtener activos (entiéndase como tal a los ingresos) o que esas decisiones beneficien a la sociedad.

2. CUMPLIMIENTO POR PARTE DE LOS DIRECTORES CON SU ROL DEL DEBER FIDUCIARIO FRENTE A LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

El Directorio tiene un rol muy importante en el manejo de la sociedad, puesto que, existe una relación con la determinación de actos y contratos que realiza la sociedad y cuenta con funciones ejecutivas de gestión y representación legal necesaria para la administración tal como lo señala la Ley 26887, Ley General de sociedades.

⁷⁰ Paz Ares, C. (2003). La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo. En: Revista IUS ET VERITAS N° 27.

⁷¹ Robert Charles, C. (1986). *Corporate Law*. Little, Brown and Company Law Book Division. Boston.

⁷² *Ibidem*.

Ahora bien, el deber fiduciario a aquella obligación que se tiene respecto a cuidar los intereses de la empresa y actuar siempre en beneficio de ella. Asimismo, los directores tienen ciertos deberes que cumplir tales como el deber de cuidado y el deber de lealtad.

El deber de cuidado

Los directores tienen ciertas obligaciones que deben cumplir, tales como *“mantenerse informado sobre las actividades de la sociedad; revisar los estados financieros de modo regular; asesorarse en materias ajenas a su conocimiento; informarse y preparar las reuniones (sesiones del directorio y JGA); informar a los accionistas acerca de la situación de la sociedad; facilitar la información solicitada por los accionistas; preservar la confidencialidad de información; asistir a las sesiones de directorio y participar activamente en las deliberaciones del mismo, de modo que su criterio contribuya en la toma de decisiones; cuidar de modo celoso el patrimonio de la sociedad; informar de cualquier irregularidad en la gestión de la empresa; estar atento y vigilar situaciones de riesgo que puedan presentarse, promoviendo la convocatoria correspondiente en la que se incluyan los temas convenientes; realizar todo cometido que le haya sido encomendado por la junta, dentro de su compromiso de dedicación entre otros”*⁷³

En ese contexto y centrándonos en una operación de M&A, el deber de cuidado por parte de los directores se desarrolla en el aspecto de brindar la información necesaria respecto a las actividades de la sociedad, brindar los estados financieros sin ocultar ninguna información, informar a la nueva gestión respecto a ciertas irregularidades advertidas y continuar con sus deberes de cuidado que se mencionan en el párrafo anterior mientras mantengan la calidad de directores.

El deber de lealtad

Este deber mantiene relación con la buena fe y también con obligaciones de no hacer, tal como el deber de mantener la debida reserva acerca de la información de la sociedad. En el art. 171 de la Ley 26887, Ley General de Sociedades, obliga a los directores a guardar reservas respecto a los negocios de la sociedad de la información social a que tenga acceso, pues, dicha información es crucial y fundamental para el desenvolvimiento de la actividad de la sociedad. Asimismo, añade en dicho artículo que esta obligación se debe mantener aun cuando hay cesado sus funciones.

⁷³ VARGAS, R. J. V. M. (2018, 6 marzo). los deberes fiduciarios de los directores. *Jurídica*. <http://repositorio.ulima.edu.pe/>

Del mismo modo, el art. 130 y 175 de norma citada establece un deber de informar a los accionistas respecto a hechos o circunstancias que necesiten saber para poder tomar decisiones, por tanto, existe una obligación de informar respecto a circunstancia que puedan generar desconfianza sobre los intereses propios frente a la sociedad.

En ese sentido, si nos situamos en una operación M&A podemos poner como un ejemplo que si en el proceso de una fusión o adquisición existe ciertas circunstancias que son relevantes para la sociedad o que existen conflicto de interés puesto que el director puede estar involucrado con la otras sociedades respecto al interés de realizar una fusión o adquisición porque tiene familiares, amigos u otras razones que puedan influir al momento de la tomar decisiones tiene la obligación de informarlo y de ser el caso abstenerse en la toma de decisiones.

3. OBTENCIÓN POR PARTE DE LOS DIRECTORES DEL MEJOR TRATO PARA LOS ACCIONISTAS. ¿CÓMO LOGRARLO?

En este punto la debida diligencia es crucial en el contexto de fusiones, puesto que la sociedad interviniente que tenga más información de su contraparte puede voltear la balanza a su favor para obtener el mejor trato.

Para conseguir un mayor conocimiento del target, es ineludible la elaboración de un due diligence que observe los aspectos en: i) la identificación de oportunidades y riesgos vinculados con el negocio del Target y la Operación; ii) la identificación de pasivos y contingencias que podrían eventualmente implicar un ajuste al precio de compra o un incremento en las garantías del vendedor del negocio; y iii) un mayor nivel de seguridad y tranquilidad respecto a la negociación.⁷⁴

Asimismo, además de recopilar la información relevante que esté razonablemente a su alcance, el jurista Suescún, menciona que ella incluye la proveniente de la propia compañía o de cualquier input de expertos —banqueros de inversión, abogados, contadores, entre otros—, y que hayan deliberado de manera adecuada y suficiente, el deber de diligencia exige que los administradores deben actuar asegurándose que tienen la información requerida para tomar una decisión

⁷⁴ Tejada Alvarez, M., & Tokushima Yasumoto, T. (2011). La Due Diligence legal. *THEMIS Revista De Derecho*, (59), 213-227. Recuperado a partir de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9105>

informada, que le han dedicado el tiempo suficiente para analizar apropiadamente dicha información y que han obtenido, en aquellos casos que resulta ser necesario, asesoría externa.

Por otro lado, en la mayoría de fusiones, la opinión de las bancas de inversión en relación con el valor que se ha de pagar, así como los distintos análisis que estas llevan a cabo, les proporcionan a los administradores información relevante para evaluar la transacción propuesta. Aunque no existe un deber como tal de acudir a las bancas de inversión, los administradores de prácticamente todas las compañías vendedoras y muchas de las compradoras (al menos en las fusiones más importantes) lo hacen. Las opiniones de los banqueros de inversión resultan muy útiles para soportar las recomendaciones que los administradores les proporcionan a los socios respecto de una fusión propuesta.⁷⁵

4. DEMOSTRACIÓN POR PARTE DE LOS DIRECTORES QUE ENCONTRARON LA OFERTA MÁS ALTA O QUE SE BUSCARON OFERTAS ALTERNATIVA. LICITACIÓN DE LA EMPRESA EN PROCESOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

Aunque no es posible determinar todos los factores que originan el éxito y el fracaso de las fusiones y adquisiciones porque cada caso es único, sí pueden enumerarse las causas más comunes. El éxito de una operación de fusión o de compra estará muy ligada a la correcta estructuración de la oportunidad, teniendo en cuenta multitud de factores, tales como los recursos de las empresas, las restricciones legales y regulatorias, el entorno macroeconómico, etc. Resulta crucial analizar la posición competitiva del comprador y la empresa objetivo, realizando una valoración objetiva de la operación, lo que a menudo requiere el asesoramiento de especialistas en F&A, y contando con agilidad en la negociación. Se deben identificar y analizar las sinergias que se derivarán de la operación y prestar atención a los perfiles de organización y cultura empresariales (p.e. facilidad de promoción, forma de vestir, horario flexibles,...) de ambas empresas, ya que la integración de ambas puede resultar difícil si son contrarias en muchos aspectos. A medio plazo, el éxito dependerá del tamaño y alcance global de la empresa, de la

⁷⁵Suescún De Roa, F. (2015). Deberes de los Administradores en Fusiones y Adquisiciones: La versión colombiana de la "Píldora Venenosa". Universidad de los Andes, Facultad de Derecho. Revista de Derecho Privado N° 53, recuperado de https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri564.pdf

capacidad y grado de realismo del gestor y de cómo se integren las empresas sin repercutir en el trabajo del día a día. Sin embargo, atender a todos estos argumentos es una condición necesaria pero no suficiente de éxito. Por otro lado, el fracaso de una F&A puede deberse a factores tan dispares como los siguientes. Antes incluso de que la operación tenga lugar, algunos comportamientos aumentan la probabilidad de fracaso. Esto puede suceder como consecuencia de una insuficiente investigación de la empresa a adquirir-fusionar o de no entender suficientemente el negocio de la empresa comprada-adherida o porque el motivo que promovió la operación no se basaba en alcanzar sinergias, sino en aprovechar el efectivo de la empresa, en imitar a otras empresas, en no quedarse atrás o en perseguir intereses personales (ego de gestor, comisiones bancos y gestores, etc.). Una vez que la operación se ha realizado, su éxito final podría peligrar si se descuida la integración y planificación posteriores, si la empresa se centra demasiado en recortar costes y olvida los negocios del día a día, si se desatiende a clientes, proveedores y empleados por prestar más atención a la nueva estructura esbozada, si se descuida la administración del personal o si se pospone la toma de decisiones importantes por no existir una clara definición de responsabilidades post-fusión o por el surgimiento de conflictos internos. A corto o medio plazo, los factores que más influyen sobre el fracaso empresarial están relacionados con la incapacidad de superar los retos prácticos, con la negligencia para mantener una comunicación permanente, clara y abierta, tanto interna como externa, con evidenciar poco respeto hacia la otra empresa, su gente, su metodología de trabajo o sus logros o con la dilación en proveer un liderazgo reconocido, visible y accesible (OnetoOne; ACG/Thomson).

5. DOCUMENTAR TODAS LAS ACTIVIDADES DEL DIRECTORIO CON RELACIÓN A OBTENER LA MEJOR OFERTA EN PROCESO DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN. INDICAR Y/O ENUMERAR LOS DOCUMENTOS

El acto de Fusión y Adquisición (F&A) dentro del marco de desarrollo de actividades de toda sociedad empresarial tiene una etapa previa a la celebración de dicho acto en sí, que abarcan entre otras consideraciones la necesidad de fusionarse, la oferta, las negociaciones, condiciones, acuerdos y toma de decisiones, que el directorio tendrá la tarea de salvaguardar en todo momento los intereses de la empresa y de los accionistas, buscando el mejor valor posible que se pueda obtener. Es en esta etapa donde el Directorio debe actuar diligentemente cumpliendo a cabalidad el principio de deber fiduciario que le es exigible, buscando recabar la mayor cantidad de

información posible que pueda guiar a la toma de una óptima decisión para concretar o no el acto de Fusión y Adquisición, asimismo, dicha información debe ser compartida, conocida y entendida por todos los accionistas para que la decisión que cada uno vaya a tomar respecto al acto de Fusión y Adquisición sea totalmente clara, sin ninguna duda sobre los alcances del referido acto al margen de los procedimientos propios que el estatuto societario señale para estos casos. Es por ello que el directorio deberá tomar en consideración realizar tantas reuniones como sean posibles para transmitir la información recabada, la frecuencia de celebración de éstas, procurar la asistencia de todos los interesados, dedicar el tiempo necesario para deliberar, buscar asesoramiento interno como externo de expertos, solicitar información de la gerencia, revisar documentos y contratos relacionados con la sociedad target. Asimismo, deben buscar el asesoramiento de terceros como abogados, banqueros de inversión y expertos en valuación, valerse de una opinión de equidad que sirva de respaldo de las valoraciones en una transacción, así pues, encontramos a empresas como EY Building a Better Working World que brindan asesoría en diversas áreas de actividades de desarrollo empresarial. Como resultado de lo anteriormente señalado se busca evitar que el Directorio incurra en alguna afectación a los intereses de la sociedad así como de los accionistas al realizar el acto de fusión y adquisición.

Para buscar la mejor oferta en un F&A se debe partir del contexto más amplio de las estrategias de negocios y empresariales para una compañía buscando el cumplimiento de los diversos objetivos que persigue la sociedad en estos actos, tales como el crecimiento y la expansión de los activos, ventas y participación en el mercado y el incremento de la riqueza de los accionistas, por señalar algunas.

La búsqueda de la mejor oferta para una F&A de una sociedad dependerá de cada caso en concreto basándose por ejemplo en aspectos relacionados a derechos intelectuales como patentes y marcas, la búsqueda de beneficios tributarios, los alcances y vigencias de las pólizas de seguros, los aspectos laborales, etc. Sin embargo, en cada caso se deberán valer de herramientas como el *Due Diligence*, Memorando de Entendimiento (*Memo of Unders*), entre otros que coadyuven al logro de la obtención de la mejor oferta en una F&A.

5.1. MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO (MEMO OF UNDERSTANDING-MOU)

El Memorando de Entendimiento, o conocido como "MOU" por sus siglas en inglés, hace referencia al denominado Memo of Understanding. Mediante este 51 documento, propio de una negociación

previa a llevar a cabo una fusión o una adquisición empresarial, las partes logran formalizar una serie de negociaciones y conversaciones, reflejándose en el MOU los acuerdos marcos o guías que regirán en lo sucesivo, los términos, condiciones y principales covenants sobre los cuales se llevará y concretará finalmente la negociación.

Jorge Lopez Fung (2016) señala que es "*Un acuerdo que se produce en la etapa de generación del contrato (precontractual), vinculante para las partes que lo suscriben, que puede contener o no obligaciones, atendiendo a la intención de sus suscriptores, pero que, de contenerlas, estas son exigibles y genera responsabilidad por su incumplimiento*" (p. 208)⁷⁶. Por otro lado, con una definición distinta, Walter Vásquez Rebaza (2017) nos dice que "*El MOU es un acuerdo destinado a normar la dinámica de los negociadores en la etapa precontractual. Por tal razón, suele contener disposiciones a través de las cuales se busca manifestar la intención de negociar, así como deberes y derechos de los negociadores.*"⁷⁷

Asimismo, esta herramienta permite que las partes puedan negociar establecimiento obligaciones como el pacto de confidencialidad o el pacto de no competencia (obligaciones de no hacer esencialmente), disminuir la asimetría informativa, ser un elemento que reduce costos de información futura, entre otras. Todo ello sin vincular a las partes a celebrar otro contrato o contrato futuro, sino que sirva de plataforma por excelencia para la negociación segura. El factor de negociación suele ser demasiado denso y, probablemente, el más largo de todo el proceso de incorporación empresarial. Por ello, se van adelantando las negociaciones a fin de que pueda ganarse tiempo y oportunidades

5.2. DUE DILIGENCIE (DILIGENCIA DEBIDA)

Para la doctrina, el Due Diligence es definido como [l]a investigación que realiza el equipo de la empresa compradora sobre la empresa objetivo para determinar el valor, los riesgos y todas las

⁷⁶ Lopez Fung, Jorge. (2016). Innovaciones contractuales: el memorando de entendimiento. Ius Et Veritas , N° 52, PP.208.

⁷⁷ Vasquez Rebaza, Walter. (2017). ¿Qué es exactamente un MOU en el Perú?. 2017, de Ius360 Sitio web: <http://ius360.com/columnas/walter-vasquez-walter-vasquez-columnas/que-es-exactamente-un-mou-en-el-peru/>

variables que puedan afectar en el futuro a la empresa a comprar. En un sentido más estricto, Due Diligence debe analizar los riesgos de la empresa que se desea adquirir⁷⁸. Podría decirse que el Due Diligence consiste en un detallado proceso investigativo, en donde las partes aportarán recursos financieros y humanos para la identificación de la real situación de la empresa. Esto conlleva a entender que no sólo será el comprador el interesado en determinar el valor real de la compañía, sino que también podría ser un incentivo para el vendedor de saber si está valorizando correctamente sus acciones o, de lo contrario, puede ajustar el precio hacia arriba si se determina un valor superior por ellas. La revisión de la información y documentación financiera, operativa, contable, legal y fiscal de la sociedad deberá ser especialmente analizada, a fin de tener un panorama claro sobre la sociedad target.

La Due Diligence o diligencia debida es, efectivamente, una auditoria o revisión detallada de las distintas áreas del negocio en el que se desea invertir o que se pretende adquirir, con el objeto de comprobar la veracidad de la información facilitada y, en su caso, fijar el precio de la venta y/o la inversión.

La finalidad y el alcance varían en función del tipo de Due Diligence. Por ejemplo, para el comprador la idea es recopilar datos que le permitan diseñar ofertas más acordes con las necesidades de los compradores; para estos últimos, en cambio, lo primordial es que los productos de un escenario comercial estén a la altura de lo que buscan.

En el primer caso, el de los vendedores, el Due Diligence suele dar lugar a un informe del estado financiero de la propia empresa, en el cual se destaca, por supuesto, las posibilidades de la misma para desempeñarse con éxito en un mercado.

En el segundo caso, en relación a los compradores, recabar la información que se encuentra dispersa en un mercado suele ser la base para un informe de contingencias existentes en cada una de las ofertas que se encuentran activas en el escenario comercial elegido.

La Due Diligence puede desarrollar aspectos referidos a:

- La situación financiera,
- descripción del sector,
- la estrategia de la empresa,

⁷⁸ García, P. (2006). Fusiones comentadas. Madrid: Prentice Hall Finance Edition

- descripción de la empresa,
- información financiera,
- los sistemas contables y de control interno,
- factores medioambientales,
- organización y recursos humanos.

6. FUNDAMENTOS DE LA BUSINESS JUDGEMENT RULE PARA APLICAR EN ESTAS OPERACIONES

En toda actividad empresarial existen amenazas, cambios y oportunidades. Una actividad de vital importancia y trascendencia como las fusiones y adquisiciones deben tener una serie de actividades que se tienen que ejercer con una minuciosa diligencia. Es por ello, que el principio de la “Business Judgement rule” (BJR) establece una serie de actividades y diligencias a realizar para que haga posible una especie de inmunidad a los administradores que pueda asumir riesgos naturales en toda actividad empresarial.

Los fundamentos de la Business Judgement Rule según la doctrina son⁷⁹:

1. **Alentar la asunción de riesgos.** Busca proteger a los administradores que no incurran en acciones imprudentes. Recordemos que los riesgos que toma un empresario son aceptables siempre y cuando se vea materializado en los resultados y rentabilidad. La BJR garantiza la inmunidad de los administradores que asuman riesgos de forma leal y diligente.
2. **Limitación de los jueces para juzgar decisiones empresariales.** Los jueces únicamente pueden entrar a cuestionar si se cumplió o no los requisitos establecidos en la Ley General de Sociedades, para determinar si hubo o no antijuricidad de la conducta de un administrador, mas no el fondo de la cuestión.
3. **Evitar sesgo retrospectivo (hindsight bias).** Ocurre cuando se altera la capacidades de analizar las posibilidades de que un suceso se produzca cuando el

⁷⁹Guerra, A. (2018), La “business judgement rule”, un balón de oxígeno para el riesgo en las decisiones estratégicas.

análisis se hace post facto. El juez, en este caso, solo se debe centrar en valorar el proceso de la toma de decisión y no la decisión final.

- 4. Inexistencia de “lex artis”.** Versa sobre lo innovadora que debe ser la actividades de los administradores, el riesgo dentro de lo razonable y en estado de constante evolución.

7. DEBERES DE LOS DIRECTORES Y GERENTES EN FUSIONES Y ADQUISICIONES, RESPETANDO LA BJR

La BJR ha establecido parámetros de conducta diligente para que pueda garantizar la inmunidad de los administradores en la toma de decisiones estratégicas y de negocio, que se hayan realizado dentro del marco de la discrecionalidad empresarial, cumpliéndose los siguientes requisitos⁸⁰:

- 1. Actuación de buena fe.** Integra los deberes de lealtad y diligencia de los administradores. Corresponde como un deber fundamental que los administradores tengan un comportamiento en las actividades del negocio que favorezca a los intereses del mismo y no de los particulares.
- 2. Ausencia de interés personal.** El comportamiento de los administradores para con el negocio o empresa debe ser desinteresada e independiente de cualquier tipo de beneficio personal. Solo debe importar y velar satisfacer las metas del negocio y la rentabilidad del mismo.
- 3. Información suficiente.** Este deber está relacionado con el deber de la buena fe. Ya que los administradores deben, a través de todos los medios posibles, lograr estar lo suficientemente informados para tomar las decisiones correctas en beneficio de la sociedad.
- 4. Procedimiento de decisión adecuado.** Los administradores deberán contar con la información adecuada y suficiente para seguir con el procedimiento establecido en cada

⁸⁰Guerra, A (2018), La “business judgement rule”, un balón de oxígeno para el riesgo en las decisiones estratégicas.

caso para cada tipo de decisión. Depende mucho de la legislación, los estatutos o los reglamentos de cada sociedad.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez Martínez, N.C. (2017). *Fusión de Sociedades en el Ordenamiento Jurídico Colombiano* (tesis de pregrado). Universidad Católica de Colombia- Facultad de Derecho, Bogotá D.C., pág. 16.
- Araya, T. (2004) pág. 50, "La delegación de funciones y el deber de vigilancia de los directores"
- Calampa, M.; Vargas M., (2017). *Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú. Importación de cláusulas del Derecho Norteamericano y su implementación en las operaciones de adquisición empresarial.* (Tesis para obtener el grado de maestro en Finanzas y Derecho Corporativo). Universidad ESAN, Perú.
- Capital.com. (s.f.). Debita diligencia. Recuperado de <https://capital.com/es/debita-diligencia-definicion>
- Cervera, P., (Dir.). (2018). *Entendiendo los procesos de fusión y adquisición (M&A): crecimiento y generación.* España, Madrid: Wolters Kluwer.
- Código de Comercio Colombiano, aprobado mediante Decreto 410 del año 1971.
- Comisión permanente del congreso de la República. (2020). Ley General de Sociedades. 2020, de Igderecho.pe Sitio web: <https://lpderecho.pe/ley-general-sociedades-ley-26887-actualizado/>
- Caceres, C. (2016). Rol del presidente del Directorio. 2016, de Centro de Gobierno Corporativo Sitio web: <http://centrogobiernocorporativo.uc.cl/Ver-documento/233-El-rol-del-Presidente-del-Directorio.html>
- De Gregorio, A. (1950). *De las Sociedades y de las Asociaciones Comerciales. Colección de Derecho Comercial.* De Bolaffio, Rocco y Vivante. Tomo 6. Buenos Aires: Ediar.

- De Sola Cañizares, Felipe. (1968). *Tratado de Derecho Comercial Comparado*. 3era Edición, Barcelona.
- Díaz, A., (2014), *Derecho Mercantil*. Ciudad de México, Mexico: IURE editores.
- Dooley, M. (1992). Two Models of Corporate Governance. *Rev. Bus. Law* N° 47.
- Eisenberg, M. (1990). The duty of care of corporate director and officers. *U. Pitt. L. Rev.* N° 51.
- El Anteproyecto de la Ley General de Sociedades.
- Elías Enrique. (2000). *Derecho Societario Peruano*. Trujillo: Revista Pucp.
- Elías Laroza, E. (1999). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Tomo I. Ed. Gaceta Jurídica, Lima- Perú.
- Embid , J.(2016).La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law. Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado.
- Farrando, I. (1998). *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*. Madrid: Ed. Civitas.
- Forsyth Solari, A. (2011). Adquisiciones de empresas y activos de negocios un enfoque práctico. *THEMIS Revista De Derecho*, (59), 121-135. Recuperado a partir de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9099>
- Galaso, P.; Sánchez, A.; García, S.; Olivas, C., (2017). *Los efectos de la red mundial de fusiones y adquisiciones sobre la inversión: un estudio para América Latina*. España: Revista de Economía Mundial.
- Galleti, E. (2001). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas (tesis de posgrado)*. Biblioteca de la Facultad de Ciencias Económicas "Alfredo L. Palacios" de la Universidad de Buenos Aires, pág. 19.
- García, P. (2006). *Fusiones comentadas*. Madrid: Prentice Hall Finance Edition.
- Garrigues, J. (1987). *Curso de Derecho Mercantil*. Bogotá: Editorial Tecnos.
- Garrigues, J. y Uría, R. (1976) *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*. Madrid: Ed. Civitas.
- Gigena,C.(1979). *Buen hombre de negocios*.

- Girón, J. (1976). *Derecho de Sociedades*. Madrid: Ed. Artes Gráficas Benzal.
- González Meneses, M., & Álvarez, S. (2014). *Modificaciones Estructurales de las Sociedades mercantiles* (Segunda ed.). Madrid, España: Dykinson.
- Guerra, A. (2018), La "business judgement rule", un balón de oxígeno para el riesgo en las decisiones estratégicas. https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/la-business-judgement-rule-un-balon-de-oxigeno-para-el-riesgo-en-las-decisiones-estrategicas
- Guerrero Trevijano, C. (2010). La Business Judgment Rule en los Procesos de M&A. Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho. Recuperado de https://eprints.ucm.es/11914/1/E-PRINT_La_BJR_en_los_procesos_de_MA2.pdf
- Guerrero, C (2010). LA BUSINESS JUDGMENT RULE EN LOS PROCESOS DE M&A. Universidad Complutense
- Guillermo Gelis, A. (2015). *Fusiones y Adquisiciones en Argentina entre 2008 y 2015 (trabajo de investigación)*. FCE- Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Cuyo- UNCUYO, pág. 8.
- Henao Beltrán, L. F. (2013). *Tutela de los Socios de las Sociedades de Capital en las Operaciones de Modificación Estructural*. (D. d. Universidad Externado de Colombia, Ed.) Revista E-moratoria, Vol. 12, Núm. 1, pags.176-253.
- Hernando Montoya. (2015). La voluntad de la sociedad anónima y las juntas de accionistas. *Ius et Praxis*, 46, 43-66.
- Leal Pérez, H. (2000). *Derecho de Sociedades Comerciales*. Bogotá: Leyer, pág. 323.
- Ley General de Sociedades – Ley N°26887.
- Ley General del Sistema Concursal – Ley N°27809.
- Lopez Fung, Jorge. (2016). Innovaciones contractuales: el memorando de entendimiento. *Ius Et Veritas* , N° 52, PP.208.
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Universidad Complutense: Madrid.
- Matko Koljatic . (6 de junio del 2011). Los Roles del Gerente. 6 de junio del 2011, de Diario Financiero Sitio web: <https://www.df.cl/noticias/opinion/columnistas/los-roles-de-los-directorios/2011-07-06/214425.html>

- Messineo, F. (1971). *Manual de Derecho Civil y Comercial*. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América.
- Narváez García, J. I. (1980). *Teoría General de las sociedades*. Bogotá: Librería Profesional.
- Núñez Copa, C. (2018). *Fusión de Sociedades y Derecho de Separación* (Tesis para optar el título de Abogado). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho, Lima, Perú. Recuperado de https://pirhua.udep.edu.pe/bitstream/handle/11042/3483/DER-L_017.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Oberrath, N. *Estudio sobre fusiones y adquisiciones 2015*. (2015). Lima: PWC.
- Palmadera Romero, D. (2013). *Manual de la Ley General de Sociedades*. Editorial Gaceta Jurídica.
- Payet Puccio, J. (2007). Fusiones, adquisiciones y la información en el mercado de valores. *THEMIS Revista De Derecho*, (54), 135-175. Recuperado a partir de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8877>
- Paz Ares, C. (2003). La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo. En: *Revista IUS ET VERITAS* N° 27.
- Quetglas, R., (Dir.), (2018), *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresa*. Madrid, España: Wolters Kluwer.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 02 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Robert Charles, C. (1986). *Corporate Law*. Little, Brown and Company Law Book Division. Boston.
- Ruiz, C.(2004). Políticas sociolaborales: Un enfoque pluridisciplinar. Editorial UOC.
- Sabogal, B. (2017), pág. 87, "El deber de lealtad y los conflictos de intereses de los administradores de sociedades"
- Salas, J., (2019), *Sociedades Reguladas por la Ley General de Sociedades*. Lima, Perú: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial.
- Sebastián Quetglas, R; Jordano Luna, M. (2016). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas: La Fusión de Sociedades*. Madrid: Ed. Wolters Kluwer España S.A.
- Soto, C., (2015), *Fusiones y Adquisiciones*. Lima, Perú: Instituto Pacifico.

- Suescún De Roa, F. (2015). Deberes de los Administradores en Fusiones y Adquisiciones: La versión colombiana de la "Píldora Venenosa". Universidad de los Andes, Facultad de Derecho. Revista de Derecho Privado N° 53, recuperado de https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri564.pdf
- Tejada Alvarez, M., & Tokushima Yasumoto, T. (2011). La Due Diligence legal. *THEMIS Revista De Derecho*, (59), 213-227. Recuperado a partir de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9105>
- Vargas, R. J. V. M. (2018, 6 marzo). Los deberes fiduciarios de los directores. *Jurídica*. <http://repositorio.ulima.edu.pe/>
- Vásquez Rebaza, Walter. (2017). ¿Qué es exactamente un MOU en el Perú?. 2017, de Ius360 Sitio web: <http://ius360.com/columnas/walter-vasquez-walter-vasquez-columnas/que-es-exactamente-un-mou-en-el-peru/>
- Véliz Ortiz, S.J. (2018). Los deberes inherentes al cargo de director de una Sociedad Anónima. Revista de Derecho Forseti, número 2. Recuperado de <http://forseti.pe/revista/derecho-financiero/articulo/los-deberes-inherentes-al-cargo-de-director-de-una-sociedad-anonima>
- Zozaya N. (2007). Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.

REFERENCIAS AUDIOVISUALES

- ESAN Graduate School of Business. (2013). Fusiones y adquisiciones de empresas. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=WW05os-PEhE>.
- Justicia TV. (2015). Seminario Internacional de Fusiones y Adquisiciones – Parte I. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=xvBsS2-olrc>.
- Justicia TV. (2015). Seminario internacional de Fusiones y Adquisiciones- Parte II. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=zaxV5lpTqww>
- Justicia TV. (2015). Seminario internacional de Fusiones y Adquisiciones- Parte III. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=OvrlfK0-SDg>

- Justicia TV. (2015). Seminario internacional de Fusiones y Adquisiciones- Parte IV. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=hc3KjmLWVY4>
- IUS360. (2019). Ley de Control de Fusiones y Adquisiciones en el Perú: aspectos a tener en cuenta | Tania Zúñiga. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=cjZvB8v5L3M>
- Estudio Muñiz. (2019). Conversando sobre la ley de control previo de fusiones y adquisiciones empresariales. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=3AEO7ROI3k>