



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2010/32

Diciembre 2010

LA *BUSINESS JUDGMENT RULE* EN LOS PROCESOS DE M&A

Cristina Guerrero Trevijano

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: c.guerrero@der.ucm.es
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2010 Por el autor

LA *BUSINESS JUDGMENT RULE* EN LOS PROCESOS DE M&A

CRISTINA GUERRERO TREVIANO
Becario de Investigación
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

Resumen: El presente trabajo pretende analizar los principales estándares de revisión de la conducta de los administradores aplicados por los tribunales norteamericanos en operaciones de M&A. Los criterios de revisión de la conducta de los administradores han sufrido una profunda transformación en Estados Unidos desde 1980 debido, fundamentalmente, a los cambios en los procesos de fusiones y adquisiciones.

Palabras Clave: Fusiones, adquisiciones, deber de diligencia, administradores, criterios de revisión, *business judgment rule*, *entire fairness review*, estándares intermedios.

Abstract: The present article summarizes the standards of review of directors' care in M&A applied by US Courts. The standards of review of directors' duty of care in M&A have deeply evolved since the 1980s due to the changes in mergers and acquisitions processes.

Key Words: Mergers, acquisitions, duty of care, directors, standards of review, *business judgment rule*, *entire fairness review*, enhanced scrutiny tests.

LA BUSINESS JUDGMENT RULE EN LOS PROCESOS DE DE M&A*

CRISTINA GUERRERO TREVIJANO
Departamento de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

SUMARIO:

I.	Introducción.....	4
II.	Los diferentes criterios de revisión de la diligencia debida en las operaciones de M&A.....	6
A.	El estándar tradicional de la <i>business judgment rule</i>	6
1)	Consideraciones Generales	6
2)	La situación con anterioridad a 1985 y el punto de inflexión: el caso <i>Smith v. Van Gorkom</i>	8
3)	Consecuencias de la decisión en el caso <i>Trans Union</i>	14
B.	El criterio del <i>Entire Fairness Review</i>	16
1)	El estándar de revisión propio de las deslealtades.....	16
2)	La aplicación del <i>Entire Fairness Review</i> a casos de diligencia: <i>Cede v. Technicolor</i> y <i>Weinberger v. UOP</i>	19
C.	Búsqueda de un estándar intermedio “ <i>enhanced scrutiny test</i> ” ...	21
1)	La revisión de las medidas defensivas frente a adquisiciones no deseadas: El estándar de <i>Unocal</i>	21
2)	El criterio de revisión en operaciones que implican una batalla por el control de la sociedad. El criterio establecido en el caso <i>Revlon</i>	27
III.	Conclusiones	30

* Texto de la intervención presentada en el VIII Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil, celebrado entre los días 27 y 30 de septiembre de 2010 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid.

El trabajo se ha realizado en el marco de la investigación correspondiente a la tesis doctoral de la autora, para cuya realización disfruta de una Beca Predoctoral de la Universidad Complutense de Madrid.

I. Introducción.

Una de las cuestiones más controvertidas en el derecho de sociedades norteamericano de los últimos años ha sido la revisión de las decisiones de gestión de los administradores por parte de los tribunales. En este contexto, hay dos ideas fundamentales que han suscitado un intenso debate. Por un lado, cuál es la situación del deber de diligencia de los administradores y, por otro, cómo se ha llevado a cabo la revisión en sede judicial de las decisiones empresariales de los administradores cuando se les exige responsabilidad por infracción del deber de diligencia. Ha sido precisamente en las operaciones de fusiones y adquisiciones (en adelante M&A) donde, al hilo de la revisión de la diligencia desplegada por los administradores en la toma de sus decisiones, se ha cuestionado la aplicación de los criterios de revisión tradicionales y se han desarrollado nuevos estándares de control de la conducta debida por éstos.

Tradicionalmente, el criterio de revisión de la conducta de los gestores societarios, en ausencia de vulneraciones del deber de lealtad, estaba presidido por la aplicación de la doctrina de la *business judgment rule*, en virtud de la cual las decisiones de los administradores no pueden ser revisadas por los tribunales a menos que se demuestre que existió una vulneración grave del deber de diligencia, entendiendo por tal una actuación “gravemente negligente”. Sin embargo, a mediados de los años 80 cuando las operaciones de M&A proliferaron de manera significativa y comenzaron a ser tenidas en cuenta, además de como operaciones societarias, como medios de control externos de los administradores¹, los tribunales comenzaron a considerar la necesidad de adaptar el criterio de revisión de las decisiones de los administradores a las nuevas circunstancias imperantes. La concepción tradicional de las operaciones de adquisiciones y fusiones fue dando paso a nuevas fórmulas de adquisiciones y tomas de control hostiles de las sociedades, así como a la aparición de medidas defensivas contra aquéllas que situaban a los administradores en una particular posición de conflicto de intereses frente a la que los accionistas reclamaban una mayor rigurosidad

¹ Vid. Guerra Martín, G. en *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses, Su influencia en el movimiento de reforma del derecho europeo*. Aranzadi, 2003. P.142 y ss.

en la revisión de la conducta desplegada y que, en algunos casos, tuvo como consecuencia la aplicación del criterio de revisión de *fairness* propio de las deslealtades. Así, la tradicional *business judgment rule* se presentó como piedra de toque para que los tribunales reconsideraran la aplicación de la regla en el contexto de determinadas operaciones. Esta evolución se hizo patente en una serie de casos de mediados de los años 80 como fueron, *Unocal v. Mesa Petroleum* o *Revlon v. MacAndrews*, a través de los cuales, los tribunales establecieron unos estándares de revisión de la diligencia de los administradores más exigentes que la tradicional *business judgment rule*, especialmente en los casos de adquisiciones y tomas de control hostiles y medidas defensivas contra éstas, y cuya doctrina se ha venido reafirmando hasta la actualidad, lo que ha originado la evolución del estándar de revisión de la diligencia debida por los administradores en el contexto de las operaciones de M&A. No obstante, la evolución desde la doctrina de la abstención, representada por la aplicación de la *business judgment rule*, hacia nuevos estándares de revisión más exigentes, ha sido fuente de controversia.

El presente trabajo no pretende, ni mucho menos, llevar a cabo un análisis exhaustivo de la casuística que ha dado lugar a la aplicación de estándares de revisión modulados en el contexto de las operaciones de M&A. Dada la complejidad de la cuestión, se tratará simplemente de poner de manifiesto cuál ha sido la trayectoria de los tribunales a la hora de revisar las decisiones de gestión de los administradores cuando lo que se cuestiona es la diligencia desplegada por ellos, así como exponer las diferentes posiciones doctrinales que existen en torno a la cuestión de la revisión judicial de la diligencia empleada por los administradores en la toma de decisiones en operaciones de M&A.

Dejando a un lado, pues, el examen detallado de todas las posibles operaciones, nos centraremos en los que, a la vista de los acontecimientos, han sido los casos más relevantes y que son aquéllos en que se adoptaron medidas defensivas frente a adquisiciones o tomas de control hostiles. De este modo, trataremos de exponer los diferentes criterios aplicados por los tribunales partiendo de la doctrina de la *business judgment rule* y siguiendo con los estándares más exigentes desarrollados en los años 80, así como con

los intentos de aplicación del estándar de revisión propio de las deslealtades (*entire fairness review*) a los casos de diligencia.

II. Los diferentes criterios de revisión de la diligencia debida en las operaciones de M&A.

A. El estándar tradicional de la business judgment rule

1) Consideraciones Generales

El estándar de diligencia (*standard of care*) exigido a los administradores en su actuación es el de “una persona prudente en circunstancias similares”², cuyo contenido ha sido concretado por los tribunales. Este deber, en su desarrollo tanto jurisprudencial como doctrinal, ha revelado una triple vertiente, de modo que se puede hablar de: 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 competencia³. Así, la obligación fundamental que integra el contenido del deber de diligencia del administrador es el deber de informarse acerca de los diferentes aspectos de la vida de la sociedad, el cual cobra especial relevancia en el marco de las operaciones de M&A, donde la diligencia debida por los administradores se concreta en la obligación de informarse antes de adoptar ninguna decisión así como la obligación de

² Este es el estándar de diligencia que aplican los tribunales de Delaware. Para una visión más general véase McMurray, M. “Historical Perspective on the Duty of Care, the Duty of Loyalty, and the Business Judgment Rule” 40, *Vand. L. Rev.*, 1987, p.607, donde menciona los casos más representativos en los que se citan los diferentes modelos de conducta.

³ Vid. Eisenberg, M. en “The duty of care of corporate director and officers” 51, *U. Pitt.L. Rev.*, 1990.

“informarse para informar” a los accionistas cuando son éstos los que deben decidir sobre una determinada operación.⁴

En la revisión en sede judicial de la diligencia desplegada por los administradores en la toma de sus decisiones, los tribunales de Delaware han establecido como estándar aplicable el de la *business judgment rule* que, como es sabido, es una regla de *common law* utilizada para reducir el número de acciones de responsabilidad contra los administradores que los accionistas puedan interponer ante los tribunales⁵. De este modo, se impide que las decisiones de gestión de los administradores puedan ser revisadas cuando concurren cuatro condiciones: primero, debe existir una decisión de los administradores⁶; en segundo lugar, los administradores deben haber tomado la decisión en base a toda la información que de manera razonable pudieron obtener⁷; en tercer lugar, la decisión de los administradores ha de ser tomada de buena fe⁸; y, finalmente, la actuación de los administradores ha de ser independiente y desinteresada⁹. 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 sociedad.

⁴ Vid. Sharfmann, B. en “Being Informed Matter: Fine Tuning Gross Negligence Twenty Plus Years After Van Gorkom” *62 Bus.Law.* 135, 2007. Sobre el deber de información de los consejeros en nuestra doctrina, véase, entre otros, Muñoz Paredes, J.M. en *La información de los consejeros en la Sociedad Anónima*, Aranzadi, Pamplona, 1999.

⁵ Dooley, M. en “Two Models of Corporate Governance” *47 Bus.Law.*,461, 1992, p.469-470

⁶ *Shlensky v. Wrigley* 95 Ill.App.2d 173, 237 N.E.2d 776, 1968; *Aronson v. Lewis* 473 A.2d 805 (Del. 1984) que afirma que “La *business judgment rule* operará únicamente en el contexto de una decisión del administrador. Técnicamente, no tendrá cabida cuando los administradores hayan renunciado a sus funciones, o cuando conscientemente hayan obviado una decisión que debían tomar. Sin embargo, también es cierto que si se actuó en virtud de los principios aplicables, una decisión consciente de no actuar se considerará un ejercicio válido de juicio empresarial y gozará de la protección de la regla”. Esta afirmación fue confirmada en *Rales v. Blasband* 634 A.2d 927, (Del.1993)

⁷ *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, (Del.2000) Los administradores son responsables de tener en cuenta aquellos hechos que razonablemente estaban disponibles y no aquellos fuera de su alcance.

⁸ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* 634 A.2d 345 (Del, 1993); Sale, H. en “Delaware’s Good Faith” *89 Cornell L. Rev.*, 2004; Eisenberg, M. en “The Duty of Good Faith in Corporate Law” *Del. J. Corp. L.*, 2009.

⁹ *Aronson v. Lewis* ob.cit. Faltará este presupuesto cuando la actuación de los administradores se oriente exclusivamente por intereses propios o de terceros.

En las operaciones de M&A, de manera generalizada los tribunales aplicaban la *business judgment rule* como estándar de revisión de las decisiones de los administradores. Sin embargo, a la vista de la proliferación de adquisiciones hostiles y la aparición de las medidas defensivas en los años 80, los tribunales tuvieron que hacer frente a la dicotomía que suponía, por un lado, mantener las medidas que constituían parte de la estrategia empresarial y que estaban diseñadas para garantizar resultados favorables para los accionistas y, por otro, dejar sin efecto aquellas tácticas que, enmascaradas bajo la apariencia de medidas de protección de los intereses de la sociedad y de sus socios, no cumplían con este objetivo, desequilibraban el sistema de toma de decisiones entre administración y accionistas o estaban claramente encaminadas al “atrincheramiento” (*entrenchment*) de los administradores en sus cargos¹⁰. El problema fundamental que presentaban las nuevas operaciones de M&A era determinar hasta qué punto la exoneración de responsabilidad que otorgaba la *business judgment rule* era admisible o si, por el contrario, se debían aplicar unos nuevos estándares de responsabilidad en el enjuiciamiento de este tipo de decisiones en las que los administradores actuaban con gran discrecionalidad y en las que sus intereses podían no alinearse con los de la sociedad y sus accionistas. Desde este punto de vista, la *business judgment rule* se ha utilizado como herramienta modulable, caso por caso, para prevenir abusos y evitar una restricción excesiva de la discrecionalidad empresarial de los administradores.

2) La situación con anterioridad a 1985 y el punto de inflexión: el caso *Smith v. Van Gorkom*

Antes de 1985 la comunidad jurídica había asumido la idea de que los administradores, en la práctica, gozaban de práctica inmunidad frente a acciones de responsabilidad por infracción del deber de diligencia, de modo

¹⁰ De manera general todas estas operaciones de M&A de los años 80 del pasado siglo se enmarcan dentro de lo que se conoce como mercado de control societario en el que de manera muy activa se compran y venden participaciones accionarias significativas y cuyo objeto es el control de las sociedades. No obstante, el funcionamiento de este mercado de control se ve entorpecido por la adopción por gran parte de las sociedades de medidas de defensa que buscan disuadir a oferentes no deseados y en las que los administradores pueden ver una vía de perpetuación en el cargo. Vid. Fernández Torres, I. en *Luces y sombras en la reforma de OPAs: El papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas*. E-print 2008/18, marzo 2008, www.ucm.es/eprints, pp.5 y ss.

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*¹¹. Este concepto fue desarrollado posteriormente en *Aronson v. Lewis*¹², 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.¹³ La clave de la formulación presentada

¹¹ 298 A.2d 349,351 (Del.Ch.1972) "*Fraud and self-dealing are not the only ways in which corporate directors may breach their fiduciary duty; they may also breach that duty by being grossly negligent or by wasting corporate assets*"

¹² 473 A.2d 805 (Del. 1984)

¹³ "*The Business judgment rule is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest*

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*¹⁴, 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 diligencia¹⁵. 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*¹⁶ que es una modalidad de fusión en la cual los socios minoritarios

belief that the action was taken in the best interest of the company. Absent an abuse of discretion that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption”

¹⁴ 488 A.2d 858 (Del. 1985)

¹⁵ Vid. Macey & Miller en “Trans Union reconsidered”, 98 *Yale Law Journal*, 1988.

¹⁶ La *cash-out merger* se considera como la primera de las medidas admitidas por el derecho norteamericano específicamente dirigidas a la exclusión de los socios minoritarios en la sociedad. Además de este especial proceso de fusión, el derecho estadounidense ha venido admitiendo otro tipo de medidas como las *freeze-out*, también denominadas *going private transactions*, o las *squeeze-out*. Sobre este tipo de

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.¹⁷

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*)¹⁸. Seguidamente, el CEO de *Trans Union*, Van Gorkom, se puso en contacto con

operaciones, su origen y evolución véase Subramanian, G. en “Fixing Freezouts” *115 Yale Law Journal*, 2, 2005.

En los ordenamientos continentales, términos como *squeeze-out* y *freeze-out*, que en su concepción tradicional se refieren a una amplia gama de medidas de exclusión de la minoría en la sociedad, se han utilizado únicamente para designar el derecho a exigir la transmisión de acciones de la minoría. Sobre esta cuestión, véase en nuestra doctrina Pérez Troya, A. *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, 1998; o, más recientemente, Roncero Sánchez, A. en “La compra y venta forzosa de acciones (*sell out, squeeze out*)” en *Derecho de OPAs* (Coord. Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A.), Tirant LoBlanch, Valencia, 2010, págs..671 y ss.

¹⁷ Vid. Clark, R. en *Corporate Law*, Little, Brown & Co., Boston, 1986, pp.467 y ss.

¹⁸ Como es sabido, una LBO es un conjunto de operaciones que tienen como común denominador la financiación externa para la adquisición de acciones o participaciones que permitan alcanzar la toma de control de la sociedad, siendo el coste de esa financiación soportado por la sociedad *target*.

Véase *Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series. January-February, 1990 Leveraged Acquisitions and Buyouts* 1990.

un conocido experto en adquisiciones, Jay Pritzker, a espaldas del Consejo de Administración, y negoció un acuerdo para la adquisición de la sociedad.¹⁹ Van Gorkom convocó una reunión del Consejo de Administración²⁰ 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*²¹, 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 acuerdo²². 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 sociedad²³.

¹⁹ La operación que pactó Van Gorkom con Pritzker consistía en la adquisición de *Trans Union* a través de una *cash-out merger* que se financiaría a través de una LBO. En un primer paso la nueva sociedad, constituida por Pritzker a estos efectos, adquiriría 1.750.000 nuevas acciones de *Trans Union* a un precio de 38\$ la acción (precio al que cotizaban las acciones cuando se firmó el acuerdo). En un segundo paso, la nueva sociedad absorbería a *Trans Union* pagando un precio de 55\$ por acción a los accionistas minoritarios.

²⁰ Previamente a la reunión del Consejo de Administración Van Gorkom se había reunido con los directivos de la sociedad a los que había informado del acuerdo sin entregarles la documentación para que la estudiaran y, aquéllos se habían mostrado reacios al acuerdo, en especial el director financiero, por considerar que el precio de adquisición de 55\$ por acción, a pesar de ser un precio de mercado, era muy bajo.

²¹ Sobre *fairness opinion* véase Kennedy, M. en "Functional fairness: The Mechanics, Functions and Liabilities of Fairness Opinions" en *PLI Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, June 2002.

²² Se eliminó la cláusula que impedía a *Trans Union* buscar ofertas competidoras en el curso del proceso y se redujo el número de nuevas acciones que adquiriría la nueva sociedad de 1.750.000 a 1.000.000.

²³ La solicitud de delegaciones de voto, *proxy contest*, tuvo que hacerse dos veces porque no se había facilitado toda la información pertinente. Además, en el curso del proceso la mayoría de los consejeros, incluyendo al CEO Van Gorkom, fueron cesados.

En el curso del proceso los accionistas demandaron a todos los consejeros de la sociedad por actuación negligente tanto por la información que transmitieron a los accionistas como por el modo en que los propios administradores se informaron antes de aprobar el acuerdo con Pritzker. Siguiendo la tendencia en materia de responsabilidad de administradores que se venía dando, todo el mundo sabía - o al menos creían saber - que los tribunales *nunca* declararían responsables a los administradores en este tipo de supuestos si no existía fraude, ilegalidad o interés personal. Cual fue la sorpresa de todos, implicados y ajenos, cuando el Tribunal Supremo de Delaware declaró responsables a todos los consejeros, y les condenó al pago de indemnizaciones millonarias.

Van Gorkom bien podría haber sido catalogado como un caso de deslealtad, sin embargo, el hecho de que la decisión del tribunal se fundamentara en que los administradores incumplieron su deber de diligencia al no informarse de manera adecuada acerca de todos los aspectos relevantes para, en primer lugar, firmar el acuerdo de adquisición con Pritzker y, en segundo lugar, recomendar la fusión con la sociedad de aquél²⁴, hace que este caso suponga el establecimiento de un deber de diligencia en el que se exige que los administradores, a la hora de tomar una decisión, lleven a cabo un proceso de obtención de información de forma diligente.²⁵ En este caso, el tribunal completó la decisión adoptada en el caso *Aronson v. Lewis* estableciendo que el hecho de no estar informado suponía una vulneración del deber de diligencia y que tal exigencia de diligencia se refería, fundamentalmente, al proceso de obtención de toda la información que razonablemente pudieron obtener.²⁶

²⁴ “[...] *the directors of Trans Union breached their fiduciary duty to their stockholders [...] by their failure to inform themselves of all information reasonably available to them and relevant to their decision to recommend the Pritzker merger*” 488 A.2d 858, 893 (Del. 1985)

²⁵ Vid. Honabach, D. en “Smith v. Van Gorkom Managerial Liability and Exculpatory Clauses. A Proposal to Fill The Gap of The Missing Officer Protection” 45 *Washburn Law Journal* no.2, Winter 2006, p.307 y ss.

²⁶ Sharfman, B. en “Being Informed Matters. Fine Tuning Gross Negligence. 20 Years After Van Gorkom” 62 *Business Lawyer*, 135, 2006, p.9.

3) Consecuencias de la decisión en el caso *Trans Union*

En un primer momento pareció que la decisión en *Smith v. Van Gorkom* iba a cambiar radicalmente la situación imperante hasta entonces. Sin embargo, nada más lejos de la realidad, ya que esa decisión, que supuso un cambio de orientación - al menos en el contexto de M&A - en la protección que a los administradores, hasta ese momento, venía otorgándoles la *business judgment rule*, no tuvo continuidad. Que un tribunal declarara responsable a un administrador por infracción del deber de diligencia era algo impensable antes de *Van Gorkom*, de modo que esta novedosa decisión implicaba que ahora los administradores podrían perder la protección de la *business judgment rule* cuando se demostrara que habían incumplido con la diligencia debida, pues, vencida la presunción, la carga de la prueba se trasladaba a los administradores que habrían de demostrar que su decisión fue razonable, sometiéndose su actuación a una revisión conforme al criterio del *entire fairness review*. Sin embargo, la aplicación del criterio de *entire fairness review* a la revisión de las decisiones de gestión de los administradores no fue, ni mucho menos, el estándar generalmente aplicado por los tribunales, al menos hasta tiempo después. La aplicación de este estándar en el caso *Trans Union* constituyó una excepción a la línea tradicional de revisión de las decisiones de los administradores conforme a la *business judgment rule*. No sería hasta principios de los años 90 y precisamente para limitar la amplia discrecionalidad de los administradores en la adopción de medidas defensivas que podían llegar a lesionar los intereses de la sociedad y los accionistas, cuando los tribunales comenzaron a aplicar de manera más generalizada el criterio de *entire fairness* a la revisión de las decisiones de gestión que podían suponer un conflicto de intereses entre la sociedad y sus administradores. Así, entre la regla general de la *business judgment rule* y la revisión conforme a los criterios de *entire fairness*, los tribunales fueron desarrollando, esencialmente en la década de los 80, una serie de criterios de revisión a medio camino entre ambos.

En cualquier caso, *Trans Union* tuvo como consecuencia inmediata que, a partir de ese momento, los administradores quedaban sometidos a un estricto régimen de responsabilidad que se les aplicaba cuando el demandante pudiera demostrar que en el proceso de obtención de

información el administrador no fue diligente. Sin embargo, esta decisión fue contestada tanto por los administradores, que no estaban dispuestos a someterse a un sistema en el que se encontraban excesivamente expuestos a las vicisitudes de un posible enjuiciamiento de sus decisiones empresariales *ex post*, como por las compañías aseguradoras que aumentaron las primas de los seguros D&O²⁷. En consecuencia, la reacción legislativa no se hizo esperar²⁸ y el legislador de Delaware promulgó la sección 102(b)(7) de la Delaware General Corporation Law (DGCL) en virtud de la cual se permitía a los accionistas incluir en los estatutos de la sociedad una cláusula garantizando inmunidad a los administradores frente a la exigencia de responsabilidad por vulneraciones del deber de diligencia. A través de esta sección de la DGCL, los estatutos podían eliminar o limitar la responsabilidad de los administradores cuando en su actuación no concurrían una serie de circunstancias, tales como mala fe, ilegalidad o actuación interesada del administrador²⁹. De este modo, la cláusula 102(b)(7) permitía a las sociedades evitar la aplicación de lo establecido en el caso *Van Gorkom* a sus administradores. Como era previsible, la mayor parte de las sociedades incorporaron esta cláusula en sus estatutos, de modo que los

²⁷ Para un análisis más detallado sobre la crisis de los seguros D&O de finales de los años 80, vid. Veasey, N. Finkelstein, J. & Bigler, S. en "Responses to the D&O Insurance Crisis" *19 Rev. Sec. & Comm. Reg.*, 263, 1986. También, Romano, R. en "Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis" *39 Emory Law Journal*, 1155, 1990.

²⁸ Sobre las medidas adoptadas por los distintos estados como reacción a la decisión de *Van Gorkom*, véase Hanks, J. Jr. en "Evaluating Recent State Legislation on Director and Officer Liability Limitation and Indemnification" *43 Business Lawyer*, 1207, 1988.

²⁹ Del.Code Ann. Tit.8, §102 *Contents of certificate of incorporation*

.....

(b) In addition to the matters required to be set forth in the certificate of incorporation by subsection (a) of this section, the certificate of incorporation may also contain any or all of the following matters:

(7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders, (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law, (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title.

administradores volvieron a gozar de cierta inmunidad frente a acciones de responsabilidad por infracción del deber de diligencia.³⁰

Sin embargo, todas estas prácticas dieron paso a nuevas operaciones de carácter hostil y a la adopción de las consecuentes medidas de defensa de las sociedades *target* en las que los administradores gozaban de una gran discrecionalidad con poco control sobre sus decisiones de gestión, lo que volvió a suscitar la necesidad de reformar el sistema de revisión. Las voces que demandaban un mayor control de la diligencia debida en la toma de las decisiones empresariales por parte de los administradores, especialmente en el contexto de las cada vez más frecuentes operaciones de M&A, fueron tomando fuerza y la reacción de los tribunales no se hizo esperar.

B. El criterio del Entire Fairness Review

1) El estándar de revisión propio de las deslealtades.

La conveniencia de exponer cuál es el estándar de revisión propio de las deslealtades cuando lo que nos ocupa en el presente trabajo es el tratamiento de la revisión de la diligencia debida por los administradores se justifica porque, en ocasiones, los tribunales han aplicado este estándar de revisión a los casos de diligencia; en concreto, respecto a las decisiones de los administradores en las tomas de control, en especial cuando existían medidas defensivas que implicaban la existencia de conflictos de intereses de los administradores. Sin embargo, este criterio no fue de aplicación generalizada, dada su rigurosidad, y no se empleó, como acabamos de indicar, hasta mediados de los 90 y de manera esporádica ya que, como se verá, se tendió a aplicar una serie de criterios intermedios entre la *business judgment rule* y el *entire fairness review*.

Como acabamos de ver, en el caso *Van Gorkom* el tribunal consideró que los administradores habían actuado de manera negligente y, por tanto,

³⁰ Vid. Hamermesh, L. en "Why I Do Not Teach Van Gorkom" en *34 Georgia Law Review* 477, 2000, p.490 y ss.

no se les exoneró de responsabilidad en virtud de la aplicación de la *business judgment rule*, sino que, por el contrario, los jueces aplicaron a la revisión de la conducta desplegada por los administradores el estándar de *entire fairness*, sometiéndoles, en consecuencia, a la rigurosidad propia de la revisión de las deslealtades. Esta opción de aplicar el *entire fairness review* en lugar de la *business judgment rule* fue adoptada por algunos tribunales que, tratando de huir de la política de abstención en la revisión de las decisiones de los administradores que existía con anterioridad a *Van Gorkom*, y de la “inmunidad” creada tras esta decisión por la incorporación de la sección 102(b)(7) DGCL, vieron en la aplicación de este estándar más exigente la solución al problema de la revisión de las decisiones de gestión sosteniendo que, algunas veces, hay motivos tanto procesales como sustantivos, que justifican la aplicación del criterio de *entire fairness* en lugar de la *business judgment rule*.³¹

A diferencia de lo que, como hemos visto, sucede en los casos de diligencia, cuando se cuestiona la vulneración del deber de lealtad por parte de los administradores, el criterio de revisión de su actuación no será el de la *business judgment rule* sino el de *entire fairness review*, cuya principal particularidad es que la carga de la prueba no recae sobre los demandantes sino sobre la parte demandada que habrá de probar la “equidad” (*fairness*) de la decisión adoptada, lo que le convierte en un estándar de revisión muy estricto para los administradores. En las operaciones de M&A, fundamentalmente en las tomas de control, este estándar de revisión se aplica cuando una determinada operación entraña conflictos entre los intereses de los administradores y los de la sociedad o sus accionistas, o en casos en los que los administradores se benefician personalmente de la operación, por ejemplo en aquellos supuestos en que ante la existencia de

³¹ Vid. “Cinerama Inc. v. Technicolor, Inc.” en 17 *Del.J.Corp.L.* 551, 1992, p.572 (“Under the conventional (*business judgment*) approach to a claim that an arms-length sale (of an asset or the company) was at too low a price, plaintiff must show that director gross negligence is involved and must show as well that the stockholders were injured by that negligence. Moreover, if plaintiff proves negligence and injury, he will still only be awarded damages measured by what should have achieved at that time; rescission will not be available. Where the *entire fairness* form of review is employed, the self dealing fiduciary must show that the transaction was at an entirely fair price. If he cannot do so (perhaps because he made a misjudgment or perhaps because he was negligent) he is liable. There is no *business judgment* defense. Moreover, the remedy may include rescission or rescissory damages in most *entire fairness* cases)

ofertas competidoras los administradores favorecen una en concreto movidos, fundamentalmente, porque el éxito de esa oferta supondrá su permanencia en el cargo. En estos casos, demostrar que se ha cumplido con los requisitos del deber de lealtad y el de diligencia es más complicado y, por tanto, la actuación de los administradores queda sometida a un estándar de revisión más exigente. La revisión conforme a la tradicional *business judgment rule* se deja de lado para someter la actuación de los administradores al *entire fairness* y serán éstos los que tendrán la carga de probar que, a pesar de que en la adopción de una determinada decisión pudieron existir conflictos de intereses, la decisión cumple con la exigencia de *fairness*, es decir, es una decisión razonable. Ante tales hechos serán los jueces los encargados de determinar cuándo una concreta operación fue o no justa para los accionistas.³²

Los conflictos de interés que exigen la aplicación de este estándar son aquellos en los que los administradores aparecen a ambos lados de la operación, es decir, cuando en una operación los administradores tienen intereses en posiciones enfrentadas (como en las *squeeze-out mergers* en las que la sociedad de control se encuentra en ambos lados de la operación), y también en aquellos casos en que, como consecuencia de una determinada operación, se derivan beneficios para ellos que no obtienen la sociedad o los accionistas³³. De manera general, se ha venido admitiendo la idea de que una actuación es interesada cuando la operación no se aprobó por administradores o accionistas desinteresados.³⁴ Cuando se analiza una operación para ver si cumple con el estándar de *entire fairness* se debe tener en cuenta tanto el proceso de adopción de la decisión – *fair dealing* – como el precio pagado u obtenido en la misma – *fair price*. Bajo este estándar se tiene en cuenta, por un lado, el proceso mediante el cual se llegó a la adopción de una determinada decisión: cómo se negoció y se estructuró; la

³² *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

³³ *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d at 1334 (Del.1987)

³⁴ Vid. *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 1.23(A) (1994) que define al *interested director* como “one that is a party to the transaction, has a business, financial or familiar relationship with a party to the transaction, has a monetary interest in the transaction, or is subject to controlling influence by a party to the transaction”

información proporcionada; así como la manera en que se obtuvo la aprobación tanto del consejo como de los accionistas. Del mismo modo, cuando se habla de *fair price* se deben tener en cuenta las implicaciones económicas y financieras de la operación, incluyendo todos los elementos que puedan afectar al valor de la sociedad.³⁵

Este estándar, en principio aplicable únicamente a los supuestos de deslealtad, sería el que todo demandante desearía que se aplicara cuando pretende la revisión de la actuación de los administradores, sin embargo, el hecho de que sea el estándar propio de la revisión de actuaciones desleales debería, en principio, impedir su aplicación a los casos de negligencia.

2) La aplicación del Entire Fairness Review a casos de diligencia: Cede v. Technicolor y Weinberger v. UOP

Uno de los casos más importantes de la aplicación del estándar de *entire fairness* a la revisión judicial de decisiones de los administradores en el contexto de las operaciones de adquisición ha sido *Cede & Co. v. Technicolor Inc.*³⁶ (en adelante, *Cede*) en el que el tribunal enjuició la conducta de los administradores en base a este criterio estableciendo las exigencias de lo que se consideraba un proceso adecuado de adopción de decisiones (*fair dealing*) y de *fair price*.

Como ya hemos visto al hablar del caso *Van Gorkom*, a pesar de ese primer intento de aplicación del criterio de *entire fairness* a los casos de diligencia, no fue hasta 1993 cuando el Tribunal Supremo de Delaware puso de manifiesto su tendencia a alejarse del permisivo sistema de revisión de las decisiones de los administradores a través de su decisión en el caso *Cede*, en el que los demandantes recurrieron la decisión de la *Court of Chancery* por la que se exoneraba de responsabilidad a los administradores en base a la aplicación de la *business judgment rule*, y donde el Tribunal Supremo (*Supreme Court*), al tiempo que confirmó a la *business judgment rule* como regla de referencia que garantiza protección a las decisiones de los administradores frente a la revisión judicial, estableció, no obstante que, en

³⁵ *Weinberger* Id. 711

³⁶ 634 A.2d 345 (Del, 1993)

determinados supuestos, la revisión de la conducta de los administradores debía hacerse conforme a las exigencias del criterio de *entire fairness review*. La aplicación de este estándar de revisión se produciría en aquellos casos en que los demandantes demostraran la falta de diligencia de los administradores, destruyendo, con ello, la presunción de la *business judgment rule* de manera que los administradores quedarían sometidos a las exigencias del *entire fairness standard*. Los demandantes tenían la carga de probar que la actuación de los administradores no fue diligente y, si demostraban que en la adopción de la decisión había existido conflicto de intereses, la actuación de los administradores se revisaría bajo el criterio de *fairness* debiendo éstos demostrar que, a pesar de la existencia de conflicto de intereses, su actuación fue justa y no perjudicó a los accionistas. Así, en este caso, el Tribunal Supremo se centró en los aspectos procesales de la *business judgment rule* y consideró que los demandantes habían demostrado de manera suficiente que los administradores fallaron a la hora de contar con toda la información razonablemente disponible³⁷ y que, por tanto, habían sido negligentes y el criterio que se debía utilizar para revisar la decisión de los administradores era el de *entire fairness* y no el de la *business judgment rule*. De este modo, se puso de manifiesto como, una vez que los demandantes han vencido la *business judgment rule*, los tribunales habrán de aplicar a la revisión de la decisión las exigencias previstas según el criterio del *entire fairness review*, invirtiéndose la carga de la prueba y correspondiendo ésta a los administradores que deberán probar la “*entire fairness*” de la decisión que se cuestiona³⁸.

Un paso más en la aplicación del *entire fairness standard* a la revisión de las decisiones de los administradores en operaciones de M&A se estableció en el caso *Weinberger v UOP*³⁹ donde los tribunales afirmaron que,

³⁷ *Cede*, 634 A.2d 371 “*Cinerama clearly met its burden of proof for the purpose of rebutting the rule’s presumption by showing that the defendant directors of Technicolor failed to inform themselves fully concerning all material information reasonably available prior to approving the merger agreement*”

³⁸ *Cede*, 634 A.2d 361 “*Thus, a shareholder plaintiff challenging the board decision has the burden at the outset to rebut the rule’s presumption. [...]If the rule is rebutted, the burden shifts to the defendant directors, the proponents of the challenged transaction, to prove to the trier of fact the “entire fairness” of the transaction to the shareholder plaintiff*”

³⁹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

en adquisiciones de control en las que se alegan conflictos de intereses para exigir responsabilidad a los administradores, si una decisión es aprobada por una mayoría de consejeros independientes o si es aprobada por la mayoría de los accionistas minoritarios y éstos estaban bien informados, se presumirá la *entire fairness* de la decisión invirtiéndose la carga de la prueba, es decir, debiendo demostrar lo contrario los demandantes. De este modo, el tribunal daba un paso más en la aplicación de este criterio a la revisión de las decisiones de los administradores estableciendo una presunción de equidad (*fairness*) de las decisiones aprobadas por consejeros o accionistas desinteresados. Con esta presunción se establecía un especial estándar de *fairness* en el que eran los demandantes los que debían probar la ausencia de la misma.⁴⁰

C. Búsqueda de un estándar intermedio "*enhanced scrutiny test*"

1) La revisión de las medidas defensivas frente a adquisiciones no deseadas: El estándar de *Unocal*

Como se dijo antes, la decisión adoptada por los tribunales en el caso *Van Gorkom* que suponía la aplicación de un estándar de revisión muy exigente a las decisiones de los administradores (el de *entire fairness review*), no tuvo continuidad en la jurisprudencia norteamericana de la década de los 80, no volviéndose a aplicar hasta principios de los años 90, en casos como *Cede* o *Weinberger*. La reacción por parte de los tribunales frente a lo acontecido tras la decisión de *Trans Union* se inclinó por la búsqueda de un criterio de revisión que, siendo más exigente que el de la *business judgment rule*, no fuera el estricto estándar aplicable a las deslealtades.

Ante las cada vez más frecuentes operaciones de M&A de los años 80, los tribunales de Delaware intentaron dar respuesta al creciente problema de

⁴⁰ En este mismo sentido vid. *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110 (Del.1994); *Emerald Partners v. Berlin* 726 A.2d 1215 (Del.1999)

la diligencia debida por los administradores y al criterio de revisión de su conducta en este tipo de operaciones. La pretensión de los tribunales durante esta etapa fue, como decíamos, establecer un criterio de revisión de las decisiones de los administradores a medio camino entre la permisividad de la *business judgment rule* y la rigurosidad del *entire fairness review* ya que, mientras la *business judgment rule* (criterio de revisión propio de la diligencia debida) en conjunción con la sección 102(b)(7) dejaba un abusivo margen de discrecionalidad a los administradores, el criterio de la *entire fairness review* se presentaba inadecuado para la revisión de las decisiones de gestión al ser excesivamente riguroso aplicar el estándar propio de las deslealtades a las decisiones de negocio de los administradores⁴¹. A pesar de los esfuerzos del legislador por garantizar la protección de los administradores en la toma de decisiones, los tribunales de Delaware trataron de ampliar de manera significativa las obligaciones de los administradores a la hora de proteger el interés de los accionistas⁴², imponiéndoles una serie de deberes “reforzados” en las operaciones, fundamentalmente hostiles, de la segunda mitad de la década de los 80. Los tribunales se mostraron especialmente atentos a los supuestos de adopción de medidas defensivas por la sociedad *target* así como a los supuestos de adquisición o cambio en las posiciones de control de la sociedad.⁴³ Ante esta situación, los tribunales fueron perfilando un nuevo sistema de criterios de revisión de las decisiones de los administradores a través de los diferentes casos que se les fueron presentando y que reclamaban la responsabilidad de los administradores por sus decisiones en operaciones de M&A.

Uno de los casos más relevantes en el establecimiento de un estándar de revisión intermedio por parte de los tribunales fue el de *Unocal v. Mesa*

⁴¹ Vid. Johnson, L. en “Rethinking Judicial Review of Director Care” 24 *Delaware Journal Of Corporate Law* 787, 1999. En especial p.792 citando *Paramount v. QVC*.

⁴² Vid. *Paramount Communications v. QVC Network Inc.* 637 A.2d 34,44 (Del.1994) en el que se establece que el objetivo primordial de los administradores es asegurar una operación que favorezca de la mejor manera posible los intereses de los accionistas (“[...] *the directors primary objective [is] to secure the transaction offering the best value reasonably available for the stockholders*”); *Mills Acquisitions Co. v. Macmillan, Inc.* 559 A.2d 1261,1287 (Del.1989) “*The board’s essential purpose in the context of a sale of corporate control is the enhancement of the bidding process for the benefits of the stockholders*”.

⁴³ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946 (Del.1985); *Revlon v. MacAndrews & Forbes* 506 A.2d 182 (Del.1986)

*Petroleum*⁴⁴ en el que se puso de manifiesto la necesidad de aplicar unos criterios de revisión de la conducta de los administradores más exigentes en aquellos supuestos en que éstos, actuando con la discrecionalidad propia de su cargo, adoptaban medidas defensivas frente a adquisiciones no deseadas. El progresivo aumento de las ofertas de adquisición de mediados de los años 80 trajo consigo un incremento de las medidas defensivas adoptadas por los administradores de las sociedades para impedir, o al menos dificultar, la adquisición de participaciones mayoritarias en la sociedad que otorgaran el control y que, si bien en muchos casos se justificaban por los beneficios que aportaban a los accionistas, otras veces se podían llegar a considerar como medidas de defensa de la posición del administrador que, a través de estas tácticas, buscaba la protección de sus propios intereses, fundamentalmente mantenerse en el cargo de administrador de la sociedad (*entrenchment*), y no los de la sociedad o sus accionistas. En un principio, cuando se demandaba a los administradores por adoptar medidas defensivas contra adquisiciones no deseadas, los tribunales aplicaban la *business judgment rule* de manera que, salvo que se demostrara negligencia grave o infracción del deber de lealtad en su actuación, quedaban exonerados de responsabilidad. No obstante, cuando las medidas defensivas empezaron a dirigirse contra oferentes y ofertas concretas, los tribunales consideraron que existían conflictos de intereses entre los administradores y la sociedad que requerían la aplicación de criterios de revisión más exigentes que el de la tradicional *business judgment rule*. En la decisión del caso de *Unocal v Mesa* el tribunal creó un estándar de revisión más exigente aplicable a las decisiones de los administradores en las que se adoptaban medidas defensivas frente a adquisiciones no deseadas estableciendo que, ante la amenaza de una oferta de adquisición no deseada, la sociedad *target* no podrá adoptar medidas defensivas a menos que los administradores razonablemente consideren que tal oferta supone un riesgo para la efectividad de su política empresarial y que las medidas que se adopten sean razonables o proporcionales a la amenaza existente.⁴⁵

⁴⁴ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946 (Del.1985)

⁴⁵ *Unocal* 493 A.2d 955

El caso de *Unocal* se planteó porque *Mesa*, uno de los accionistas de la sociedad que tenía un 13%⁴⁶ de las acciones de *Unocal*, lanzó una OPA a un precio de 54\$ la acción sobre la sociedad con intención de adquirir un adicional 37% y, a través de una segunda operación, absorber a la sociedad matriz, operación en la que los accionistas minoritarios de *Unocal* recibirían bonos basura de la absorbente. Frente a esta operación los administradores decidieron realizar una oferta de adquisición de acciones propias excluyendo del proceso a *Mesa*. La tarea de los tribunales en este caso era determinar si la compra de acciones propias que habían decidido los administradores como medio para protegerse frente a la oferta de adquisición realizada por *Mesa* se podía considerar como una actuación diligente o si, por el contrario, su intención había sido únicamente la de proteger sus propios intereses perjudicando con ello a los accionistas. A la vista de los hechos, el *Tribunal Supremo* de Delaware determinó que los administradores de *Unocal* habían actuado de buena fe, y que la oferta de *Mesa* era inadecuada y coercitiva y que, por tanto, los administradores no habían vulnerado su deber de diligencia (ni el de lealtad) al adoptar una medida que excluía a *Mesa* del proceso⁴⁷ por considerar que, efectivamente, la oferta de *Mesa* suponía una amenaza para los intereses de la sociedad y que la reacción de los administradores era proporcionada con dicha amenaza.

El *Tribunal Supremo* de Delaware formuló un estándar de revisión más exigente aplicable a las decisiones de los administradores tomadas como respuesta, o anticipándose, a adquisiciones no deseadas que implicaba que, para que los administradores pudieran exonerarse de responsabilidad con arreglo a la *business judgment rule*, las medidas de defensa adoptadas debían cumplir unos requisitos de razonabilidad y proporcionalidad. De este modo, hay dos ideas que se integran en el estándar establecido en el caso *Unocal* y que implican que los administradores que pretendan la exoneración de responsabilidad cuando se cuestionan las decisiones por las que

⁴⁶ Varias de las compañías del grupo Mesa, Mesa Petroleum Co., Mesa Asset Co., Mesa Partners II y Mesa Eastern Inc., aglutinaban aproximadamente un 13% de las acciones de *Unocal*. *Unocal v. Mesa* 493 A.2d 949.

⁴⁷ Como reacción a la discriminación en el trato a accionistas que se produjo en este caso, la SEC promulgó la conocida como “*all holders rule*”, que exige un tratamiento igual para todos los accionistas. Esta regla está consagrada en la SEC Act, rule 14d-10.

adoptaron medidas de defensa frente a adquisiciones no deseadas se enfrentan a un doble análisis. Por un lado, harán frente a un *test de razonabilidad* debiendo demostrar que sus decisiones fueron “razonables” en relación a los posibles daños a la sociedad y, por otro lado, afrontarán un *test de proporcionalidad* por el que habrán de demostrar que la medida defensiva adoptada era adecuada en relación a la amenaza existente.⁴⁸ En el caso *Unocal* el propio tribunal estableció que la determinación de una base razonable de que existe una efectiva amenaza contra la sociedad se cumplirá cuando se demuestre “buena fe y una investigación razonable”, exigencia que se considerará cumplida cuando la decisión se hubiera aprobado por administradores independientes.⁴⁹

De este modo, cuando los administradores sean capaces de demostrar la razonabilidad y proporcionalidad de la decisión, gozarán de la protección de la *business judgment rule* quedando exonerados de responsabilidad, salvo que los demandantes puedan demostrar negligencia grave en su actuación o infracción del deber de lealtad, en cuyo caso se les aplicará el estándar de *entire fairness review* y serán los administradores demandados quienes tengan la carga de probar la equidad de su decisión.

⁴⁸ Vid. Hunt, P. en *Structuring Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value*, Wolters Kluwer, Fourth Edition, Boston, 2009, p.507.

⁴⁹ Vid. Hank en “Paramount or Paradox. The Delaware Supreme Courts Takeover Jurisprudence” *19 Journal of Corporate Law* 583, 1994, p.3. ; Clark, J. en “Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. : A Major step Toward Clarifying the Role Of Independent Committees”, *20 Del.J.Corp.L.* 564, 1995. Durante esta etapa en la que las OPAs y operaciones asimiladas y las medidas de defensa eran tan frecuentes se admitía de manera general que cuando tales medidas fueran adoptadas por los consejeros independientes y cuando la aprobación de las operaciones en las que pudieran existir posiciones interesadas de los administradores se hiciera por parte de comisiones de consejeros independientes (*Special Committee*), se cumplirían con las exigencias de *fairness* de modo que las decisiones gozarían de protección y los administradores quedarían exonerados de responsabilidad. Esta tendencia de los tribunales fue puesta de manifiesto en diferentes ocasiones como en *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* 535 A.2d 1343 (“The Delaware Courts are willing to give more deference to the decision of a targets board when a majority of a board consists of “outside independent directors”); *Moran v. Household International, Inc.* 500 A.2d 1356; *Unocal v. Mesa Petroleum* 493 A.2d 955.

Sobre los comités de consejeros independientes me remito a la ponencia presentada por Javier Megías López en VIII Seminario Harvard-Complutense, recientemente publicada con el título *Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes. El papel del Comité Especial para Fusiones y Adquisiciones*. E-Prints Complutense, 2010/29, Noviembre 2010, www.ucm.es/eprints

El criterio de revisión que se impuso en el caso de *Unocal* ha seguido aplicándose y matizándose de manera que, con carácter general, durante los años siguientes los tribunales continuaron con la admisión de la adopción de medidas defensivas cuando éstas estuvieran justificadas y fueran proporcionadas. En este contexto, otro caso relevante fue el de *Unitrin v. American General Corp.*⁵⁰ en el que los tribunales dieron un paso más en el criterio de revisión aplicado en el caso de *Unocal* determinando que una medida defensiva se considerará desproporcionada cuando sea “draconiana” (coercitiva o preclusiva) o quede fuera del ámbito de las posibles respuestas razonables.⁵¹

Así, el *enhanced scrutiny test* establecido en los casos *Unocal* y *Unitrin* se configuraba como una especie de paso previo a la aplicación posterior, bien de la *business judgment rule* si se demostraba que la medida era razonable en relación a la amenaza existente, o bien del *entire fairness review* si no se admitía la razonabilidad de la medida adoptada. Sin embargo, esto resultaba paradójico ya que, si en un primer momento no se pudo demostrar que la medida adoptada era razonable, difícilmente podrían probar los administradores, con arreglo al estándar de la *entire fairness review*, que tal medida fue “justa”, que es lo que exige este criterio. Igualmente, si en un primer análisis se admitió la razonabilidad de la medida considerándola proporcionada a la amenaza, sería poco probable que los demandantes pudieran refutar la presunción de buena fe que juega a favor de los administradores.⁵²

⁵⁰ 651 A.2d 1361

⁵¹ Id. (“*a defensive response was draconian because it was either coercive or preclusive in character*”)

⁵² A este respecto, parte de la doctrina ha sostenido la futilidad de un segundo análisis bajo los criterios de la *business judgment rule* o del *entire fairness review* por considerarlo analítica y funcionalmente innecesario. Consideran que la revisión judicial bajo el criterio de *Unocal/Unitrin* es suficiente en sí misma y lo separan de la necesidad de una revisión dividida en dos etapas. Vid. Allen, Jacobs & Strine en “Function over form. A reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law” 56 *Bus. Law.* 1287, 2001, en especial p.13.

2) El criterio de revisión en operaciones que implican una batalla por el control de la sociedad. El criterio establecido en el caso *Revlon*

A la hora de enjuiciar las medidas de defensa adoptadas por los administradores los tribunales han tendido a admitirlas, siempre y cuando cumplan con las exigencias de razonabilidad y proporcionalidad conforme a lo que se estableció en casos como *Unocal* o *Unitrin*. Sin embargo, la proliferación de medidas defensivas y el incremento de casos en que las operaciones se encaminaban a adquirir el control de las sociedades provocó que los tribunales establecieran, en estos supuestos de “batallas por el control”, unas nuevas exigencias en la actuación de los administradores: los administradores debían buscar la vía para lograr una maximización del valor para los accionistas de manera inmediata en los casos en que las medidas defensivas dejaban de tener sentido porque la protección a ultranza de la sociedad para preservar la cultura empresarial y la protección de los intereses empresariales de los accionistas ya no eran lo que más beneficiaba a la sociedad. De este modo, se admitían las medidas de defensa adoptadas por los administradores cuando éstas estuvieran orientadas a lograr el máximo beneficio para el accionista exigiendo que, en caso contrario, los administradores deberían adoptar una posición pasiva frente a las ofertas limitándose a informar y dando un trato igualitario a todos los oferentes.

Durante la década de los 80 hubo dos casos fundamentales, *Revlon v. MacAndrews* y *Paramount v. QVC*, que ayudaron a establecer lo que se conocen como “*Revlon duties*” y que se configura como un grado más en la creación de un estándar de revisión más exigente de la conducta de los administradores en las operaciones de M&A, en concreto cuando las operaciones vayan encaminadas a adquirir el control de una sociedad. La idea fundamental de estos “*Revlon duties*” es que, frente a adquisiciones de control de una sociedad, los administradores tienen la obligación de buscar el máximo beneficio para el accionista de forma que el deber de los administradores pasa de ser el de conservar la sociedad y obtener beneficios con un plan a largo plazo a ser el de la obtención del máximo valor posible para los accionistas en la venta de la sociedad. Así, destaca en 1986 el caso

*Revlon v. MacAndrews and Forbes, Inc.*⁵³ en el que, existiendo una amenaza de adquisición no deseada y habiendo adoptado el consejo de la sociedad *target* una serie de medidas de defensa que incluían la búsqueda de una oferta de adquisición alternativa, el tribunal aplicó un estándar de revisión más exigente que el de la *business judgment rule*, el cual va un paso más allá que las exigencias establecidas en *Unocal* poniendo de manifiesto que, cuando existe una oferta para adquirir el control de la sociedad, el deber de los administradores es la maximización del valor de la sociedad en la venta para lograr el máximo beneficio para los accionistas⁵⁴. Lo que sucedió fue que frente a una OPA sobre *Revlon* lanzada por *Pantry Pride*, los administradores de la primera recomendaron a los accionistas no acudir a la oferta al tiempo que adoptaron una serie de medidas defensivas, en concreto las conocidas como píldoras venenosas (*poison pills*)⁵⁵, y negociaron un acuerdo con *Forstmann Little & Co.* que actuaba como “caballero blanco” (*white knight*) en la operación. Además, reforzaron el acuerdo con *Forstmann Little* con una serie de medidas (cláusulas de *no-shop* y una opción de *lock-up*)⁵⁶. Frente a esto *Pantry Pride* mejoró su oferta condicionándola a la eliminación de las cláusulas que se habían acordado entre *Revlon* y *Forstmann Little* y a la supresión de la píldora venenosa. Esto no se hizo y el

⁵³ 506 A.2d 173 (Del.1986)

⁵⁴ Id. 182 ([if a sale or breakup of a corporation becomes inevitable, the board's duty changes] “from the preservation of the corporation as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholder's benefit”)

⁵⁵ Las *poison pills* son aquellas que asignan a los accionistas un derecho de compra de acciones proporcionalmente a su participación y que serán ejercitables en caso de que se den determinadas circunstancias, como por ejemplo la presentación de una OPA hostil. Este tipo de medidas pueden ser adoptadas por los administradores sin necesidad de aprobación por los accionistas y del mismo modo pueden ser eliminadas de manera que lo que provocan es que, cuando existan este tipo de medidas, los oferentes negocien directamente con los administradores antes de presentar su oferta. Vid. Guerra Martín, G. en “El gobierno de las sociedades cotizadas...” ob.cit. pp.153 y ss.

⁵⁶ Las cláusulas de *no-shop* consisten en la prohibición de buscar activamente ofertas competidoras. Por su parte, las *lock-ups* son “opciones de adquisición que tienen por objeto determinadas ramas de actividad o participaciones en sociedades controladas de interés estratégico, que se conceden gratuitamente a acreedores “amigos” de la sociedad *target*. En presencia de cláusulas de control o *lock-ups*, la sociedad oferente tras concluir con éxito la oferta se arriesga a no poder disponer de una determinada rama de actividad, o a no tener determinadas participaciones importantes en virtud de la opción ejercitada por el tercero”. Vid. Fernández Torres, I. en *Luces y sombras en la reforma de OPAs...* ob.cit. pp.39 y ss.

consejo de administración admitió la oferta de *Fortsmann Little* en lugar de la de *Pantry Pride*.

En el caso *Revlon* el tribunal se enfrentaba a dos cuestiones: por un lado, decidir si los acuerdos que se firmaron con *Fortsmann Little* (la *lock-up* y la *no-shop provision*) eran admisibles bajo la legislación de Delaware y, por otro, determinar si los administradores de *Revlon* habían actuado o no en interés de los accionistas. El tribunal consideró que tanto la cláusula de *no-shop* como la cláusula de control (*lock-up*) limitaban la competitividad e iban en detrimento del valor del accionista. De este modo, declaró responsables a los administradores por vulnerar sus deberes para con los accionistas. La decisión se fundamentó en que los administradores, una vez que se han decidido a vender la sociedad, han de mantenerse en una posición neutral, tratando a todos los oferentes de la misma manera y buscando el mayor beneficio para los accionistas. En cuanto a las medidas defensivas adoptadas por los administradores (la píldora venenosa), la decisión del tribunal fue que, si bien las medidas adoptadas frente a las iniciales ofertas podrían quedar protegidas por la *business judgment rule* siempre que superaran las exigencias del estándar de *Unocal*, el hecho de que los administradores cambiaran de táctica defensiva y buscaran otras ofertas a través de la negociación con *Fortsmann Little* fue como “poner en venta” la sociedad y, por tanto, su deber dejaba de ser el de proteger la política empresarial y la maximización de valor de la sociedad a largo plazo, debiendo centrar sus esfuerzos en la consecución de la oferta más favorable para los accionistas.

Se puede apreciar así que, cuando nos movemos en la esfera de los conocidos como “*Revlon duties*”, exigencias tales como la aprobación de la operación por consejeros independientes o la obtención de una información adecuada, no serán suficientes para que el tribunal pueda establecer la validez de las decisiones sino que se exigirá a los administradores de la sociedad la obligación de dar a los accionistas la oportunidad de aceptar la oferta, al tiempo que les impondrá un alto grado de imparcialidad con respecto a la misma. De este modo, una vez que una sociedad se instala en las exigencias establecidas en el caso *Revlon*, los tribunales podrán revisar las decisiones a través del análisis de los méritos sustantivos de las

actuaciones de los administradores, y los accionistas tendrán la oportunidad de decidir acerca de la oferta.⁵⁷

Un caso que ayudó a consolidar lo establecido en *Revlon* fue *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*⁵⁸ en el que los tribunales confirmaron los criterios de *Revlon* estableciendo que cuando una sociedad lleva a cabo operaciones que supongan un cambio de control de la sociedad o una “fractura” de la sociedad, la obligación de los administradores debe ser buscar el mejor valor posible para los accionistas⁵⁹.

III. Conclusiones

La evolución de los criterios de revisión de las decisiones de los administradores en las operaciones de fusiones y adquisiciones ha sido evidente. Mientras en un primer momento sólo se aplicaba el estándar de la *business judgment rule*, la proliferación de este tipo de operaciones y el amplio abanico de decisiones en las que existía un gran margen de discrecionalidad en la gestión, provocaron que los tribunales establecieran una serie de estándares de revisión más exigentes para la conducta de los administradores, llegando incluso, como hemos visto, a aplicar el criterio de *entire fairness review* propio de las deslealtades.

La disparidad de criterios aplicables a la revisión de las decisiones de los administradores supuso que, entre la “tolerante” *business judgment rule* y la exigente *entire fairness review* se situaran en un término medio los *enhanced scrutiny standards* establecidos en *Unocal* y *Revlon*. El criterio de revisión de las decisiones de los administradores establecido en *Unocal*, el primero en mantener un estándar de revisión más exigente, no presenta

⁵⁷ Vid. Kahan en “Paramount or Paradox. The Delaware Supreme Courts Takeover Jurisprudence” 19 *Journal of Corporate Law* 583, 1994, pp.4-5.

⁵⁸ 637 A.2d 34 (Del.1994)

⁵⁹ *Paramount v. QVC* 637 A.2d 46 (“the directors’ role change from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the shareholders at a sale of the company”)

mayores complicaciones ya que se aplicará la exigencia de razonabilidad y proporcionalidad a todas aquellas medidas que pretendan evitar absorciones no deseadas de la sociedad. Por el contrario, los estándares acuñados en el caso *Revlon* sí plantean dificultades especialmente a la hora de determinar cuándo ha de entrar en juego este especial criterio de revisión. La dificultad que entraña determinar qué condiciones provocan la imposición de los llamados “*Revlon duties*”, unido a las diferentes interpretaciones que se han hecho de algunos de los casos que aplican estos *enhanced scrutiny tests* (en concreto, *Paramount v. QVC* y *Cede v. Technicolor*) ha desembocado en la aparición de diferentes posturas con respecto a los criterios de revisión de las decisiones de los administradores en el contexto de las operaciones de M&A.

Por un lado, un sector de la doctrina aboga por considerar que en vez de existir los tradicionales deberes de lealtad y diligencia, cuando se trata de las obligaciones exigibles a los administradores en las operaciones de M&A sólo existe un deber general de buena fe y negociación justa basada en una decisión razonablemente informada.⁶⁰ Estándar que sería aplicable a una amplia categoría de decisiones de gestión no ordinaria.⁶¹ Los defensores de la creación de un estándar unificado como éste fundamentan su pretensión en la dificultad de determinar, caso por caso, cuándo se aplican unos criterios de revisión y cuando no. La complejidad reside en encontrar, dentro de los casos que se han venido dando, una justificación coherente de por qué determinados deberes se aplican en ciertos supuestos y en otros no. En efecto, la creación de un estándar unificado podría solventar los dos problemas fundamentales que la aplicación de los *enhanced scrutiny tests* ha venido planteando desde su aparición. Un primer problema sería que, el hecho de que los tribunales dictaminen que bajo unas condiciones determinadas sí se aplicarían, por ejemplo, las exigencias establecidas en

⁶⁰ *Cede* establece que una vulneración de esta obligación, independientemente de que se catalogue como vulneración del deber de lealtad o del de diligencia, impone el mismo estricto estándar de revisión de “*intrinsic fairness*”. *QVC* analiza la cuestión de cuando se vulneraron los deberes fiduciarios en operaciones de M&A en base a los términos de un intermedio “*enhanced scrutiny*” estándar de revisión.

⁶¹ Vid. Cunnigham, L. & Yablon, C. en “ Delaware Fiduciary Duty law After *QVC* and *Technicolor*: A Unified Standard (And The End of *Revlon Duties*?)” 49, *Bus.Law.* 1593, 1994.; Johnson, L. en “Rethinking Judicial review of Directors care” 24, *Del.J.Corp.L.*, 1999.

Revlon, podría provocar que los administradores diseñaran complejas y opacas operaciones como vía para evitar la aplicación de los estándares. Por otro lado, el problema que plantean estos estándares establecidos a través de los casos concretos es que, a pesar de que los tribunales han establecido cuáles son los estándares de revisión a aplicar, inevitablemente quedarán operaciones que no se han presentado ante los tribunales y en las que, por tanto, la solución será incierta. En cualquier caso, la adopción de un estándar unificado como medio para solventar este problema no está clara.⁶²

Otro sector de la doctrina, en cambio, se ha centrado en analizar, caso por caso, qué condiciones provocaban la aplicación de los criterios establecidos tanto en la decisión de *Unocal* como en *Revlon*, poniendo de manifiesto que, en contra de la idea de la adopción de un estándar unificado, la fragmentación de los diferentes estándares de revisión no entrañaba mayores problemas.⁶³ Para los defensores de esta postura, cada caso tendrá sus propias particularidades lo que justificará la aplicación de criterios modulados y adaptados a las circunstancias concretas del mismo.

Además, un tercer sector doctrinal crítico con las diferentes posturas en torno a los criterios de revisión de las decisiones de los administradores, ha propuesto la eliminación del estándar de la *business judgment rule* suprimiendo el sistema de exoneración de responsabilidad de los administradores en base a una actuación desinteresada, informada, de buena fe y tomada en el convencimiento de estar actuando en el mejor interés de la sociedad, para abogar por la aplicación a los administradores del régimen general de responsabilidad.⁶⁴

Como se acaba de exponer, es evidente que la solución a la cuestión de los criterios de revisión aplicables a las decisiones de los administradores en el marco de las operaciones de fusiones y adquisiciones, suscita una gran

⁶² Vid. Cunnigham & Yablon ob.cit. para un análisis detallado de las implicaciones que supone la asunción de un estándar unificado de revisión.

⁶³ Vid. Gilson, R. & Kraakman, R. en "What Triggers Revlon?" 25 *Wake Forest L.Rev.*37, 56, 1990; Mirvis, T. en "What Triggers Revlon? Some New Answers" *N.Y.L.J.*, Dec.3, 1990; Block, D. & Hoff, J. en "The Auction Process: Director Duties Revisited" *N.Y.L.J.*, Nov. 21, 1991.

⁶⁴ Vid. Gevurtz, F. en "The Business Judgment Rule. Meaningless Verbiage or Misguided Notion?" 67, *Southern California L.Rev.*, 287.

controversia doctrinal. Sin embargo, la realidad de la práctica nos muestra cómo, a pesar de las críticas, la posición dominante es la que admite la *business judgment rule* como criterio de revisión generalizado y la aplicación de los criterios establecidos en *Unocal* y *Revlon* solamente cuando las circunstancias así lo requieran. En esta línea se ha pronunciado la jurisprudencia más reciente en casos de gran trascendencia como la fusión entre *Bear Sterns* y *JP Morgan*⁶⁵, o el caso de *Lyondell v. Ryan*⁶⁶, entre otros. En ambos casos, los tribunales han venido a confirmar esta tendencia que no es sino la aplicación de la *business judgment rule*, así como de los estándares más exigentes establecidos en *Unocal* y *Revlon*, cuando las circunstancias lo exijan, dejando la revisión conforme al criterio de *entire fairness review* reducido a los supuestos de deslealtad.

⁶⁵ *In re Bear Sterns Shareholder Litigation* 23 Misc.3d 447, 870 N.Y.S.2d 709 (NY 2009)

⁶⁶ *Lyondell Chemical Corp. v. Ryan*, 970 A.2d 235 (Del. 2009)