

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2025

Alumno: *Guillermina Fermo*

Tutor: *Mariano Parnás*

EL ROL DE LA DEFENSA CORPORATIVA ANTITAKEOVER FRENTE A
UN ATAQUE HOSTIL. REVISIÓN DEL CASO ORACLE VS.
PEOPLESOFT



“[Oracle’s takeover of PeopleSoft was] like me asking if I could buy your dog so I can go out back and shoot it” - Craig Conway, CEO de PeopleSoft.¹

“If Craigy and his dog were standing next to each other and I had one bullet, trust me, it wouldn’t be for the dog” - Larry Ellison, fundador y CEO de Oracle.²

“What they say about hostiles is that you come in hard, you come in high, and you come in once. They were low, they were lame, and they looked like they were trying to screw up the asset.” - Skip Battle, Director de PeopleSoft y presidente del Comité de Transacciones.³

“We had an offer on the table. And they just absolutely wouldn’t talk to us about anything. [...] They were absolutely resolute it would happen over their dead bodies.” Safra Catz, Co-Presidente de Oracle, 2003.⁴

“This is not an easy case.” - Leo Strine, el juez que llevó el caso Oracle vs. PeopleSoft en Delaware en 2004.⁵

¹ [[La toma hostil de Oracle a PeopleSoft era] como si preguntara si yo pudiera comprar a tu perro para ir y dispararle.]

² [Si Craigy y su perro estuvieran uno al lado del otro y yo tuviera una bala, créame, no iría por el perro.]

³ [Lo que dicen de los ataques hostiles es que entras duro, apuntas alto y lo haces una vez. [El de Oracle] era bajo, era absurdo y parecía que estaban tratando de dañar el activo (en alusión a PeopleSoft).]

⁴ Teníamos una oferta sobre la mesa. Y ellos no querían hablar con nosotros de nada. [...] Estaban absolutamente decididos a que [la transacción] sucediera sobre sus cadáveres.]

⁵ [Este no es un caso sencillo.]

ÍNDICE

1. Abstract	4
2. Introducción	4
3. Marco teórico	5
3.1. <i>M&A</i>	6
3.2. Adquisición hostil	6
3.2.1. Motivación de ataque hostil	8
3.2.2. Tipos de enfrentamientos	8
3.2.2.1. <i>Bear hug</i>	9
3.2.2.2. <i>Tender offer</i>	9
3.2.2.3. <i>Proxy fight</i>	9
3.2.2.4. <i>Toe hold</i>	10
3.3. Defensa <i>antitakeover</i>	10
3.3.1. Racionalidad de la defensa	11
3.3.2. Técnicas frecuentes de defensa	11
3.3.2.1. Mecanismos preventivos	12
3.3.2.1.1. <i>Poison pill</i>	12
3.3.2.1.2. <i>Capital structure changes</i>	15
3.3.2.1.3. <i>Golden Parachutes</i>	17
3.3.2.2. Mecanismos activos	17
4. Caso de estudio: Oracle vs. PeopleSoft	19
4.1. Compañías involucradas	20
4.2. Contexto	21
4.3. Mercado alcanzable	21
4.4. Racional de la oferta hostil de Oracle	23
4.5. Defensas antitakeover implementadas por PeopleSoft	24
4.5.1. <i>Poison pill</i>	25
4.5.2. Programa de Garantía al Cliente (CAP)	26
4.5.3. Protecciones de la junta directiva	29
4.5.4. Demandas legales	31
4.5.5. <i>Parachutes</i>	32
4.6. Comportamiento de Oracle	33
4.7. Análisis de la adquisición	36
4.7.1. Evolución del precio de la acción – hitos relevantes	36
4.7.1.1. Efecto de los anuncios de Oracle	39
4.7.1.2. Efecto de las resoluciones judiciales	41
4.7.2. Panorama competitivo	42
4.7.3. Impacto en usuarios	44
4.7.3.1. Motivos antimonopolio	44
4.7.3.2. Motivos de integración	46

4.7.4. Métricas de análisis	47
4.7.4.1. Ganancia por acción (<i>earnings per share</i>)	47
4.7.4.2. Valoración por múltiplos	48
4.7.4.2.1. Limitaciones a la valoración por múltiplos	51
4.7.4.3. Comparación del retorno con el CAPM	53
4.7.4.3.1. Limitaciones de la comparación de retorno con CAPM	54
4.7.4.4. Transacciones comparables	55
4.7.5. Impacto económico en el acercamiento hostil	56
5. Conclusiones	58
5.1. Hallazgos clave	58
5.2. Implicancias para el uso de defensas <i>antitakeover</i>	59
5.3. Recomendaciones frente a adquisiciones hostiles	60
5.4. Conclusiones finales	61
6. Bibliografía	63
7. Anexo	66
7.1. Glosario	66

1. Abstract

El propósito de esta tesis es analizar las facultades y limitaciones de las estrategias de defensa antitakeover que puede adoptar el directorio de una empresa cotizada para proteger el valor de los stakeholders frente a una oferta hostil de adquisición. Se analizan las motivaciones detrás de las adquisiciones hostiles y las tácticas utilizadas por los adquirentes. También se evalúan diversas técnicas de defensa, como la píldora venenosa, las enmiendas al estatuto corporativo y los paracaídas dorados, examinando su efectividad y legitimidad. A través del estudio de un caso emblemático, el enfrentamiento entre Oracle y PeopleSoft, se expone la dinámica de una adquisición hostil, se ilustra la implementación de mecanismos de defensa y su impacto en el valor para los accionistas. Se exploran los aspectos legales, el panorama competitivo y las implicaciones económicas de la adquisición. Finalmente, se ofrece un análisis de métricas financieras para determinar si la transacción resultó beneficiosa para Oracle.

En un mundo corporativo que tiende hacia la consolidación, la comprensión del impacto y la legitimidad de las defensas antitakeover se torna fundamental tanto para las compañías susceptibles de ser adquiridas como para aquellas que contemplan realizar una oferta hostil. Este análisis ofrece una perspectiva crítica sobre la necesidad de encontrar un equilibrio entre el retorno a los accionistas, la voluntad del directorio de mantener su independencia y el objetivo final de preservar la estabilidad y competitividad del negocio a largo plazo.

2. Introducción

En el entorno empresarial actual, muchas compañías son susceptibles a fusiones y adquisiciones (*Mergers and acquisitions* o *M&A*). Existen diversos motivos por los cuales una compañía (“adquirente”) tendría intenciones de comprar a otra (empresa “objetivo” o *target*). En primer lugar, crecer de forma orgánica puede ser un proceso lento y complejo. Adicionalmente, a la hora de ofrecer un producto o servicio a un tercero, factores como la falta de conocimiento, experiencia previa y recursos pueden frustrar oportunidades de negocio y estancar sus proyecciones de venta, entre otras razones. Es por ello que las fusiones y adquisiciones son frecuentemente utilizadas como una herramienta para perfeccionar la propuesta de valor de una empresa al fomentar su expansión o eficientizar su estructura.

La ágil dinámica contemporánea conduce a que las empresas deban estar preparadas para enfrentar diferentes escenarios de adquisición, incluidos aquellos que involucran prácticas consideradas “poco amigables”, como las ofertas o ataques hostiles (*hostile takeovers*). A diferencia de un *M&A* amigable, donde ambas partes buscan un acuerdo colaborativo, un ataque hostil puede tomar a la empresa objetivo de sorpresa y presentar una negociación atípica que exija una respuesta rápida y efectiva. Además, la capacidad de una empresa para implementar defensas contra la toma de control (defensas *antitakeover*) no sólo afecta su valor a corto plazo, sino también su sostenibilidad a largo plazo en un mercado competitivo. Por ello, resulta relevante que las empresas tomen conocimiento de las protecciones y limitaciones de las cuales disponen ante estas situaciones, así como el impacto que sus defensas pueden tener en el valor de la empresa.

El presente trabajo tiene como objetivo central entender el papel de las defensas de la empresa objetivo en la capacidad de retrasar o frustrar una transacción, investigando sus implicancias y cuestionando si estas defensas pueden destruir valor. Comienza con una exploración de mecanismos de adquisición donde el adquirente busca obtener el control de la empresa objetivo sin el respaldo de la junta directiva. Se examinan los principales mecanismos empleados en estas situaciones. Adicionalmente, se realiza una revisión de la literatura académica y práctica sobre las defensas *antitakeover*, abordando su naturaleza, los

intereses del directorio en implementarlas (incluyendo posibles conflictos de interés) y las más comúnmente utilizadas. También se evalúa la efectividad y legitimidad de estas estrategias ante un ataque hostil.

Posteriormente, se estudia un caso específico en el ámbito del software empresarial que resulta relevante, fundamentalmente, para el estudio de la defensa *antitakeover*: el enfrentamiento entre Oracle y PeopleSoft. Se proporciona contexto sobre las partes involucradas, la dinámica del negocio de software empresarial y los mecanismos desarrollados por ambas compañías para cumplir con su propósito. Además, se ofrece una interpretación sobre por qué ciertos eventos generaron cambios significativos en la percepción del valor por parte del público inversor y se analiza el resultado de la transacción para ambas partes. Finalmente, se concluye con reflexiones sobre la legitimidad y los riesgos de las defensas hostiles para la sostenibilidad a largo plazo de una compañía, así como las implicancias para otras empresas que podrían enfrentar situaciones similares en el futuro.

3. Marco teórico

En esta sección se pretende ofrecer un marco teórico que permita comprender en profundidad los conceptos vinculados a las adquisiciones hostiles y las defensas *antitakeover*, elementos cruciales en el ámbito de las fusiones y adquisiciones poco amigables. Se desarrolla un análisis detallado de las motivaciones detrás de los ataques hostiles y se clasifican los diferentes tipos de enfrentamientos que pueden surgir entre las empresas involucradas. Además, se examinan las estrategias de defensa que las compañías pueden implementar para protegerse de estas amenazas, así como los mecanismos empleados en la práctica.

La estructura de esta sección se divide en dos partes principales: la primera se enfoca en la adquisición hostil, comenzando con la motivación de los ataques y los tipos de enfrentamientos, tales como *bear hug*, *tender offer* y *proxy fight*. La segunda parte aborda las defensas *antitakeover*, comenzando con el razonamiento detrás de estas estrategias y continuando con las técnicas más frecuentes, que incluyen mecanismos preventivos como la *poison pill*, *capital structure changes* y los *golden parachutes*, así como mecanismos activos que las empresas pueden emplear para resistir intentos de adquisición no deseados.

3.1. M&A

Reestructuración corporativa (*corporate restructuring*) alude a cualquier cambio en la estructura de capital, las operaciones o la propiedad de una empresa que no sea el curso normal de sus actividades (Horne & Wachowicz, 2005). En *M&A*, ocurre una combinación de dos sociedades en las que sólo sobrevive una, asumiendo los activos y pasivos de la empresa fusionada o adquirida (Gaughan, 2010). En una fusión tiene lugar una combinación de patrimonios y generalmente es una operación *non-cash*, mientras que en una adquisición suele haber un componente de pago en efectivo y asimetría en el tamaño de las partes, donde generalmente prevalece aquella de mayor dimensión.

Una compañía puede involucrarse en una transacción de esta índole por diversas razones. Por un lado, un impulsor puede consistir en la incorporación de una tecnología o producto con el potencial de incrementar el nivel de ventas consolidado. Por otro lado, puede existir una motivación por eficiencias de escala que permita reducir costos. Otra alternativa es ampliar el alcance de la organización a través de una nueva

unidad de negocio, una geografía adicional o inadecuadamente abastecida. También es plausible que se avance con una compra en miras de su clientela o la cobertura de una industria en particular.

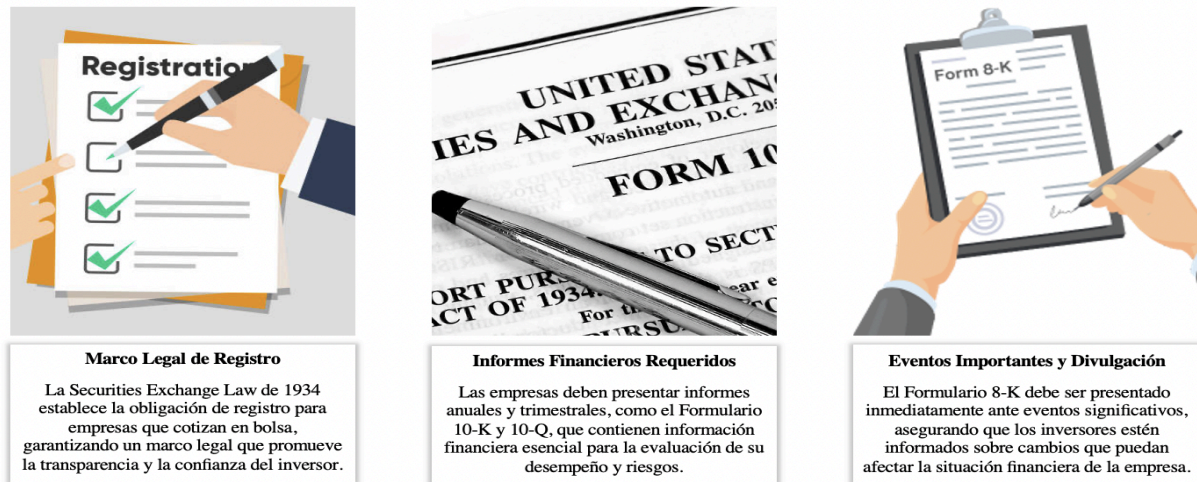
Independientemente de la racionalidad detrás de un *M&A*, un entorno colaborativo y amigable es clave para facilitar la conclusión exitosa de la transacción. Las partes involucradas deben tener interés en lograr un acuerdo. En el caso de las adquirentes, es habitual que hagan una revisión de las potenciales oportunidades, elijan aquella que mejor se ajuste a su plan estratégico y realicen un acercamiento al directorio de la compañía objetivo para manifestar sus intenciones de compra (Gaughan, 2010). En el caso de las empresas que deciden ponerse a la venta, con frecuencia tienen en consideración a compradores estratégicos o institucionales que podrían estar interesados. Una vez consolidadas, las partes comienzan a compartir un objetivo común: maximizar el valor de la compañía resultante.

3.2. Adquisición hostil

No todas las discusiones de *M&A* presentan una dinámica amigable. Algunas inician de este modo y fracasan en el intento. Otras veces, las partes cargan tensiones previas que dificultan un acercamiento inicial a nivel gerencial. También existen aquellos esfuerzos de adquisición rápida para capturar oportunidades de mercado. Cualquiera sea el caso, cuando el adquirente busca obtener el control sin el respaldo de la junta directiva de la empresa objetivo (*bidder* o *hostile bidder*), está avanzando hacia una adquisición hostil. Es posible que este enfoque, generalmente considerado agresivo, surja de la consideración de que la empresa objetivo está subvalorada o inadecuadamente gestionada. A través de mejoras en la estructura estratégica, operativa o financiera de la adquirida, el comprador aspira a desbloquear el valor no reconocido o poco aprovechado por la actual administración y dicha percepción puede provocar cierta tensión a nivel directivo.

Existen diversas leyes que regulan el proceso de las operaciones de *M&A*. En Estados Unidos (EE.UU.), la *Securities and Exchange Commission (SEC)* es la agencia gubernamental responsable de supervisar la industria de valores bajo un marco regulatorio denominado *Securities Exchange Law*. Este marco incluye una legislación federal que regula la compra y venta de valores en el mercado secundario, conocida como *Securities Exchange Act*. Promulgada en 1934, esta ley tiene como objetivo proporcionar información completa y transparente al público inversor, así como regular las prácticas del mercado y la conducta de sus participantes. Entre sus requerimientos, se incluye la presentación de forma trimestral y anual de determinados informes financieros –entre los que se encuentran los formularios 10-K y 10-Q–, así como la notificación y divulgación de eventos importantes bajo el formulario 8-K.

Figura 1
Registro de empresas y reportes relevantes



Fuente: elaboración propia.

En el caso de los ataques hostiles, existe una enmienda a la *Securities Exchange Act* llamada *Williams Act*. Dicha ley, relevante en materia de regulación *antitakeover*, impone límites a la agresividad de una Oferta Pública de Adquisición (“OPA” o *tender offer*) o intento de toma de control al exigir a los ofertantes que provean determinada información a los accionistas de la empresa objetivo y que preserven la oferta por un determinado tiempo mínimo para su análisis y determinación (Gaughan, 2010).

En esta misma línea, algunos estados de EE.UU. aprobaron Estatutos de Precio Justo y Estatutos de Adquisición de Acciones de Control. En el primer caso, plasmaron ciertos criterios procedimentales para determinar un precio a pagar y, en el segundo, establecieron el requerimiento de una votación de accionistas para hacer que las acciones del adquirente sean votables más allá de un cierto umbral (típicamente el 20%), limitando el accionar de nuevos actores. Si bien dichas reformas provocaron una disminución de las ofertas estructuralmente coercitivas a partir de la década de 1990, los ataques hostiles subsistieron, revelando la resiliencia de estas tácticas en el contexto de transacciones corporativas. Esta persistencia motiva a explorar la racionalidad detrás de las compras hostiles, ensayando los factores que juegan un papel tan crucial en la decisión de los inversores que los lleva a optar por este enfoque, a pesar de los riesgos y las protecciones presentes en la regulación vigente.

3.2.1. Motivación de ataque hostil

Se pueden identificar múltiples motivos que respaldan el enfoque agresivo que caracteriza a un ataque hostil. Uno de ellos puede ser la necesidad de forzar un cambio en la dirección para establecer una nueva visión estratégica. La hostilidad del acercamiento podría ser necesaria para superar la resistencia de un equipo directivo que se percibe como ineficaz y reacio a un cambio y que, por lo tanto, se espera que no tenga intenciones de cooperar para una visión del negocio alternativa.

El enfoque poco amigable también puede ser resultado de la negativa de la dirección a vender la compañía. Si bien la gerencia tiene un mandato de preservación del valor del accionista que fuerza al alineamiento de intereses, es común que ambas aspiraciones sean divergentes y que el directorio tenga incentivos a obstaculizar una negociación tradicional. El hecho de generar un acercamiento que eluda la burocracia y llegue directamente al inversor puede forzar a los accionistas a tomar conocimiento de la

propuesta, despertar interés y contribuir a que la misma ocurra a pesar de que el equipo directivo o demás *stakeholders* no compartan este mismo deseo.

Corresponde hacer una distinción entre los *stakeholders* recientemente mencionados y los accionistas o *stockholders*. En el primer caso, se trata de cualquier individuo, grupo u organización que tiene un interés en el resultado de una empresa o proyecto. Esto incluye no sólo a los accionistas, sino también a empleados, clientes, proveedores, comunidad, gobiernos y otros grupos afectados por las actividades de la empresa. Los accionistas, en cambio, son personas o entidades que poseen acciones en una empresa. Esto implica que tienen una participación financiera en la empresa y, por lo tanto, tienen derecho a recibir dividendos y votar en ciertas decisiones corporativas. Estos últimos son una subcategoría de *stakeholders*, ya que también están interesados en el éxito de la empresa, pero su interés es principalmente económico. Si bien el directorio debe resguardar los intereses del accionariado, su alcance debe extenderse a todas las partes que constituyen el negocio.

Otro argumento en favor del acercamiento hostil es la agilidad en la operación. Generalmente, las ofertas embeben una prima – una suma por encima de la valoración de mercado – que genera un atractivo para el accionista. Este tipo de acercamiento puede permitir a la empresa compradora actuar rápidamente para capturar oportunidades de mercado antes de que lo hagan otras empresas que podrían estar interesadas. Esta rapidez puede ser crucial para asegurar ventajas estratégicas y un posicionamiento más favorable en la industria. También puede ser el caso que la compañía adquirente perciba que los activos o recursos están sumamente subvaluados. En dicho contexto, ofrecer una prima por encima del valor de mercado puede seguir resultando atractiva a los ojos del comprador respecto de lo que considera el valor intrínseco de la empresa objetivo.

3.2.2. Tipos de enfrentamientos

3.2.2.1. *Bear hug*

El *bear hug* es la más amigable de las tres principales estrategias de adquisición hostil y se caracteriza por un enfoque que busca establecer un diálogo constructivo entre el adquirente y la junta de directores de la empresa objetivo. Esta práctica consiste en un contacto directo con los miembros del directorio para expresar el deseo de compra de la empresa, acompañado de una manifestación implícita de que se podría realizar una oferta pública al inversor si la propuesta inicial no fuera bien recibida. Este enfoque se basa en la premisa de que el adquirente prefiere evitar conflictos abiertos y busca fomentar una negociación más colaborativa. Sin embargo, un *bear hug* puede venir acompañado de un anuncio público de dicha intención, lo que puede tener un impacto significativo en la percepción del mercado y en la posición del directorio.

Una de las ventajas del *bear hug* es que suele tener menores consecuencias adversas en comparación con los acuerdos hostiles. En un contexto de *bear hug*, el tono amigable de la oferta puede ayudar a mitigar las tensiones que normalmente surgirían en una adquisición hostil, lo que puede resultar en una transición más fluida si se llega a un acuerdo. Además, la posibilidad de un enfoque colaborativo puede facilitar la retención de talento crítico, ya que los empleados pueden sentirse más seguros en un ambiente donde la gerencia está dispuesta a negociar en lugar de verse amenazada. Sin embargo, el *bear hug* genera una situación de tensión que llama al directorio a la acción. Desde el momento en que se inicia el *bear hug*, la independencia en la operación de la compañía se ve comprometida, ya que la junta debe considerar fehacientemente la posibilidad de una oferta de adquisición y cómo esto podría afectar sus decisiones estratégicas (Gaughan, 2010).

3.2.2.2. *Tender offer*

Por su parte, la *tender offer* es una segunda estrategia que implica el anuncio público de un oferente de su intención de adquirir un porcentaje sustancial de acciones de una empresa objetivo con el fin de tomar el control. Si bien *Williams Act* no define explícitamente el término y obliga a la Corte correspondiente a formular una definición precisa, a lo largo de la historia se han establecido diversos mecanismos para delimitar el concepto de *tender offer*. En general, este tipo de oferta pública tiende a ejercer presión sobre los accionistas de la compañía objetivo y suele ser una estrategia particularmente efectiva cuando existe un interés significativo en adquirir un porcentaje considerable de acciones de la empresa. Gaughan (2010) hace referencia al test de 8 factores en *Wellman v. Dickinson* como uno de los marcos más conocidos, cuyos puntos clave a considerar son:

1. Existe una solicitud activa y generalizada a los accionistas públicos por acciones de un emisor.
2. La solicitud se realiza por un porcentaje sustancial de las acciones de un emisor.
3. La oferta de compra se realiza a un precio superior al precio de mercado vigente.
4. Los términos de la oferta son firmes.
5. La oferta está condicionada a la entrega de un número fijo de acciones y posiblemente especificando un número máximo de acciones.
6. La oferta está abierta por un período de tiempo limitado.
7. El destinatario de la oferta está sujeto a presión para vender acciones.
8. Hay anuncios públicos de un programa de compra que preceden o coinciden con una acumulación rápida de acciones.

3.2.2.3. *Proxy fight*

La tercera de las prácticas más frecuentes se denomina *proxy fight*. Se trata de un intento de un accionista o un grupo de accionistas de tomar el control o provocar otros cambios en una empresa mediante el uso del mecanismo de representación de voto corporativo. Las “contiendas de poder” (*proxy contests*) son procesos políticos en los que dicho actor o actores interesados compiten con el directorio actual por votos de accionistas a través de una multiplicidad de medios. Esto puede involucrar campañas de comunicación, la distribución de materiales informativos, el uso de medios digitales, la organización de reuniones y la realización de presentaciones para explicar por qué se requieren cambios en la dirección de la empresa. En este tipo de disputas, el adquirente puede intentar utilizar sus derechos de voto y obtener el apoyo de otros para expulsar al consejo y/o a la administración (Gaughan, 2010).

El éxito de una *proxy fight* depende de múltiples factores, incluyendo la percepción que tienen los accionistas sobre la gestión actual, el estado financiero de la empresa y la claridad de la propuesta alternativa presentada por el grupo disidente. En ocasiones, estas contiendas pueden resultar en cambios significativos en la composición del directorio, en las políticas de la empresa o incluso en la dirección estratégica a largo plazo. No obstante, también pueden generar divisiones internas y conflictos prolongados que distraen a la gestión de la empresa y afectan su rendimiento.

3.2.2.4. Preparando el terreno: *Toe hold*

Una compañía adquirente puede comenzar a comprar una posición en la compañía objetivo incluso antes de iniciar acciones hostiles. Esta técnica se conoce como *toe hold* y su principal ventaja radica en la capacidad de acumular acciones sin que el mercado esté al tanto de la intención de compra (Gaughan, 2010). Al hacerlo, el adquirente puede evitar el pago de una prima significativa que frecuentemente se asocia con ofertas públicas de adquisición, especialmente cuando los accionistas se vuelven conscientes de la intención de compra y ajustan las expectativas de precio en consecuencia. El *toe hold* permite a la empresa adquirente establecer una participación inicial en la compañía objetivo de manera discreta. Ésto no sólo brinda a la adquirente una mayor influencia sobre la empresa objetivo, sino que también le ofrece una ventaja estratégica al acumular un porcentaje de acciones antes de que los precios se vean afectados por rumores o anuncios públicos de la intención de adquisición.

Sin embargo, *Williams Act*, la legislación de EE.UU. que regula las ofertas de adquisición, establece que los oferentes deben revelar sus participaciones en un plazo de 10 días a partir de la adquisición del 5% de las acciones de una empresa objetivo. Al hacerse pública su posición, se alerta a otros inversores y a la propia compañía *target* sobre sus intenciones. Aunque esta condición limita el tiempo en el que se puede acumular un porcentaje más alto de acciones sin revelar la estrategia, también proporciona un marco de transparencia que busca proteger los intereses de los accionistas. Adicionalmente, si bien la evidencia muestra que el uso del *toe hold* aumenta la probabilidad de éxito en las adquisiciones, también implica ciertos riesgos. Si la operación fracasa, la compañía adquirente puede enfrentar costos considerables, fundamentalmente en términos financieros, considerando que ya habrá empezado a constituir una posición en la compañía objetivo que no podrá consolidar.

3.3. Defensa *antitakeover*

El directorio de una compañía enfrenta innumerables desafíos en su gestión, y un ataque hostil representa una de las amenazas más significativas posibles. Cuando una empresa se encuentra ante un intento de adquisición no deseada, emerge un riesgo directo que puede afectar no sólo el valor de la acción en el corto plazo, sino también la estabilidad y viabilidad de la organización en el largo plazo. En este contexto, la implementación de defensas *antitakeover* se convierte en una estrategia fundamental de la compañía objetivo para mantener el control de la dirección, proteger los intereses de los *stakeholders* y asegurar la integridad de la empresa. No hay que perder de vista que, en numerosas ocasiones, una adquisición puede ser la opción más adecuada para el desarrollo de una compañía. Las sinergias resultantes de una fusión pueden ofrecer oportunidades de crecimiento más rápidas y efectivas que los esfuerzos de crecimiento orgánico.

Por lo tanto, la obstinación del directorio en no considerar una oferta de adquisición favorable puede ser perjudicial para las partes interesadas e incluso limitar el potencial de la empresa para competir en un entorno empresarial dinámico. En caso de que la implementación de defensas resulte beneficiosa, es igualmente importante que estas medidas sean razonables en relación con la amenaza planteada. Aunque el foco del directorio esté puesto en asegurar el correcto funcionamiento del negocio y los intereses de los *stakeholders*, es crucial reconocer que, en ocasiones, puede haber intereses contrapuestos. Por un lado, el directorio tiene la responsabilidad de gestionar la empresa de manera eficiente y sostenible, asegurando su crecimiento a largo plazo. Esto implica la toma de decisiones estratégicas que pueden no alinearse, por ejemplo, con las expectativas inmediatas de los accionistas.

Con frecuencia, los *shareholders* están más interesados en maximizar el valor de sus inversiones en el corto plazo, lo que puede conducir a presiones por aceptar ofertas de adquisición que no necesariamente son beneficiosas para la organización. Adicionalmente, existe la posibilidad de que el directorio de una empresa actúe en función de intereses egoístas, priorizando su propio beneficio –fundamentalmente, su permanencia en el cargo– sobre la salud a largo plazo de la organización. En este sentido, un ataque hostil puede ser percibido como una amenaza a su posición de poder, lo que puede llevar a que el directorio adopte medidas defensivas que refuercen su control, incluso si esto no resulta en el mejor interés para los *stakeholders*. Por ello, es necesario examinar detenidamente la motivación detrás de las defensas *antitakeover*.

3.3.1. Racionalidad de la defensa

El principal interés de una empresa al establecer mecanismos de defensa radica en la protección de su valor. Un ataque hostil, que puede manifestarse en forma de una oferta de adquisición no solicitada, representa una amenaza significativa que puede desestabilizar no solo la operativa diaria de la organización, sino también su visión a largo plazo. La implementación de una defensa efectiva se convierte, por lo tanto, en una estrategia clave para garantizar que el futuro de la empresa no se vea comprometido por decisiones intempestivas o por una visión que no esté alineada con los objetivos estratégicos de la compañía.

Un fundamento esencial detrás de la creación de defensas sólidas es la preservación de la reputación y la credibilidad de la organización en el mercado relevante. En momentos de incertidumbre, como los que se presentan en contextos como éste, la confianza de empleados, clientes y accionistas se vuelve especialmente valiosa para la estabilidad de la empresa. Los numerosos interrogantes que surgen en el contexto de una oferta hostil pueden perjudicar el negocio y provocar la destrucción de valor en el proceso. Por ello, resulta fundamental mantener el control y la autonomía de la organización para evitar que decisiones externas interfieran en su rumbo estratégico.

Además de los mecanismos que buscan preservar el valor actual de la compañía, existen otros que contribuyen a mejorar el posicionamiento del accionariado. En este sentido, hay defensores de otorgar mayor discreción a la junta directiva en la toma de decisiones y en la implementación de medidas defensivas que se basan en la hipótesis del “Poder de Negociación”. Según dicha teoría, una empresa que cuenta con defensas robustas frente a una posible adquisición tiene una mayor probabilidad de obtener un precio más elevado durante una negociación en comparación con una que carece de tales defensas. Esto se debe a que una organización con defensas efectivas puede negociar condiciones más favorables, ya que la posibilidad de llevar a cabo una adquisición hostil se vuelve más complicada y menos atractiva para el comprador (Subramanian, 2003).

3.3.2. Técnicas frecuentes de defensa

A medida que se ha ido desarrollando la industria de *M&A* e incrementado los casos de *hostile takeovers*, también se han ido perfeccionando y sofisticando los mecanismos de defensa *antitakeover*. Si bien los mismos comparten un propósito común, pueden diferir en su origen. Gaughan (2010) hace una distinción entre mecanismos preventivos (ex-ante) y activos (ex-post), expuestos en la Tabla 1 y Tabla 2, respectivamente. Los primeros de ellos están constituidos en la compañía previo a la oferta hostil y los segundos se instalan una vez anunciada la propuesta. En ambos casos, la intención es generar un sobrecosto a la toma de control. Por lo general, las defensas ex-ante tienen una naturaleza más

estandarizada y disuasoria que aquellas ex-post, ya que estas últimas pueden adaptar los incentivos al contexto particular. A su vez, es posible que los mecanismos activos tengan menor margen para evitar la compra pero aún así busquen encarecer el precio de la operación para incrementar el valor del accionariado.

Tabla 1

Mecanismos preventivos de defensa *antitakeover*

Técnica de Defensa	Descripción
Poison Pill	Estrategia que permite a los accionistas existentes adquirir acciones a precios reducidos, diluyendo así el valor de las acciones del adquirente.
Enmiendas al Estatuto Corporativo	Modificaciones en los estatutos de la empresa que dificultan o impiden la adquisición no deseada.
Golden Parachutes	Compensaciones significativas que se otorgan a los ejecutivos en caso de una adquisición, lo que puede disuadir a los compradores.

Fuente: Gaughan (2010)

Tabla 2

Mecanismos activos de defensa *antitakeover*

Técnica de Defensa	Descripción
Greenmail	La empresa acuerda recomprar acciones a un precio superior al de mercado del adquirente, a cambio de que este retire su oferta.
Standstill Agreements	Acuerdos en los que un potencial adquirente se compromete a no comprar más acciones de la empresa durante un período específico.
White Knight	Estrategia en la que la empresa busca la ayuda de un tercero (caballero blanco) para adquirirla, evitando así una adquisición hostil.
White Squire	Similar al white knight, pero en este caso, un tercero compra una participación minoritaria en la empresa para protegerla.
Pac-Man Defense	Estrategia en la que la empresa objetivo intenta adquirir a su agresor, convirtiéndose en el adquirente.

Fuente: Gaughan (2010)

3.3.2.1. Mecanismos preventivos

3.3.2.1.1. *Poison pill*

Una de las defensas preventivas más frecuentes es el Plan de Derechos de Accionistas, comúnmente conocido como píldora venenosa (*Shareholder Rights Plan* y *poison pill*, respectivamente). Se trata de un derecho que se otorga a los accionistas de la empresa objetivo para comprar acciones de la propia empresa, del adquirente, o de ambas a un precio sustancialmente descontado, provocando una dilución en la participación del atacante. Este derecho se activa en caso de que un accionista o un grupo afiliado de accionistas adquiera más de un porcentaje específico de las acciones de la compañía. Algunos lo identifican entre el 10% y el 20%, como señala Subramanian (2003), mientras que otros hacen referencia en torno al 20-30% (Gaughan, 2010).

Si se activa, la píldora proporciona a los accionistas de la empresa objetivo una participación considerable en la adquirente – un tipo de derecho conocido como *flip-over* – o diluye la participación de la compañía adquirente en la objetivo – caso denominado *flip-in* –, lo que hace que una toma de control hostil sea considerablemente más cara. Dado que la píldora, en términos formales, es un dividendo de derechos para comprar acciones, y la junta directiva tiene la autoridad exclusiva para emitir dividendos, la misma puede ser adoptada sin necesidad de una votación de los accionistas. Las píldoras varían en su potencia debido a las diferencias en el marco legal corporativo bajo el cual operan las compañías. Además, si bien las *poison pills* son reconocidas como un mecanismo preventivo, pueden existir píldoras “en la sombra” (*shadow pills*) que se adopten luego de hecha la oferta hostil (Subramanian, 2003).

El ejercicio de este derecho tiene un impacto en la estructura de capital y, potencialmente, en la valoración de la empresa. Al permitir a los accionistas existentes comprar acciones adicionales a un precio reducido, se produce una dilución del capital que puede disminuir el valor por acción al afectar la percepción del mercado sobre la valoración de la empresa. Por otro lado, la activación de la píldora puede percibirse como una medida efectiva para preservar el negocio y la confianza de los inversores, lo que permite, a su vez, fortalecer su posición en el mercado y valuación. El efecto se ilustra mejor con un ejemplo práctico. La Tabla N°3 expone la estructura de capital de una compañía *target*:

Tabla 3
Ejemplo Estructura de Capital

Accionista	Cant. de acciones	Porcentaje
A	35	35%
B	30	30%
C	20	20%
D	15	15%
Total	100	100%

La empresa tiene instalada una píldora venenosa del estilo *flip in* que se activa cuando un accionista o grupo de accionistas adquiere más del 20% de las acciones de la compañía. En dicho caso, los accionistas preexistentes tienen derecho a suscribir nuevas acciones a precio de descuento, de tal manera que por cada acción en posesión previa, se puede emitir únicamente una nueva acción a un precio equivalente al 50% del valor de mercado vigente. La empresa se enfrenta con un nuevo accionista, E, que quiere adquirir una participación del 30%, lo cual activa la píldora venenosa. Si el derecho no se ejercita, el nuevo inversor compra 30 acciones a los accionistas A, B, C y D, quienes se diluyen proporcionalmente. En caso de que

los accionistas ejerciten el derecho que les fue provisto, los mismos podrán emitir acciones a descuento para diluir la participación de E. Las acciones a emitir serán:

$$\text{Total acciones a emitir} = (\text{acciones totales} - \text{acciones de E}) = 100 - 30 = 70$$

En la Tabla N°4 se ilustra la situación resultante en ambas ocasiones, evidenciando que el efecto dilutivo se merma considerablemente ante la activación de la píldora.

Tabla 4

Efecto dilutivo ante la compra del 30% de participación accionaria por parte de E

Situación original			Resultado en ausencia de píldora		Resultado en presencia de píldora		Diferencia
Accionista	Cant. de acciones	Porcentaje	Cant. de acciones	Porcentaje	Cant. de acciones	Porcentaje	
A	35	35%	25	25%	50	29%	+ 4.4 p.p.
B	30	30%	21	21%	42	25%	+ 3.7 p.p.
C	20	20%	14	14%	28	16%	+ 2.5 p.p.
D	15	15%	10	10%	20	12%	+ 1.8 p.p.
E	0	0%	30	30%	30	18%	-12.4 p.p.
Total	100	100%	100	100%	170	100%	

La diferencia representa los puntos porcentuales a favor de los accionistas preexistentes –y los puntos en perjuicio del nuevo accionista– en el caso de ejercitar el derecho con respecto al escenario donde no lo hacen. Se observa, por lo tanto, que la píldora tiene el poder de diluir significativamente la participación del entrante, encareciendo la compra ante un escenario de *takeover*.

Refuerzo de la *poison pill*

Una manera de extremar el efecto de la píldora venenosa es incorporar provisiones que restrinjan su eliminación. Una provisión conocida como “mano muerta” (*dead hand*) establece que sólo los directores que estaban en el cargo cuando se adoptó la píldora, o sus sucesores aprobados, pueden modificarla. Por otro lado, una provisión conocida como “mano lenta” (*slow hand*) establece un período de tiempo en el cual no se puede canjear la píldora tras un cambio en la composición de la junta directiva (Subramanian, 2003). Si bien tales disposiciones existen, los estados han tomado diversas posturas sobre su autorización. A su vez, una píldora estándar puede ser vulnerada en el caso de un *proxy contest*. Si el atacante logra ganar el control de la junta directiva, en general tendrá la capacidad de dejar la píldora sin efecto y proceder con su *tender offer* para obtener la mayoría de las acciones (Subramanian, 2003).

Ante el hecho mencionado, la empresa objetivo puede complementar esta estrategia defensiva con el establecimiento de una “junta directiva escalonada efectiva” (*effective staggered board*). Se trata de una estructura corporativa en la que los directores se dividen en clases y se presentan a elecciones en diferentes años, en lugar de ser elegidos anualmente como está establecido por ley. Ello implica que los directores están sujetos a distintas elecciones en Asambleas Generales de Accionistas, y fuerza al atacante a esperar una serie de períodos para tomar el control. De hecho, un estudio de Bebchuk, Coates & Subramanian (2002) concluyó que una junta escalonada duplica las chances de que una compañía objetivo se mantenga independiente, lo cual implica que este mecanismo tiene un rol clave en la protección del directorio existente. Por otro lado, también evidenció que ello tiene un impacto negativo para los accionistas de la compañía objetivo, quienes ven reducido su retorno esperado.

Eficacia de la *poison pill*

La información sobre su efectividad tanto en el efecto disuasorio como en el impacto en la prima pagada es, cuanto menos, ambigua. Se han realizado estudios que evidenciaban primas superiores en el caso de compañías con *poison pills*. Un estudio hecho en 1988 por *Georgeson and Company* demostró que las compañías protegidas por píldoras venenosas recibían primas superiores en un 69% en competencias hostiles respecto de aquellas compañías objetivo que carecían de este recurso (Gaughan, 2010). Sin embargo, no es clara la manera de interpretar dichos resultados ya que todas las compañías objetivo tienen la capacidad de adoptar una píldora una vez efectuada la oferta hostil. Algunos académicos remarcan la validez de la hipótesis del “Poder de Negociación” en términos de señalización, ya que implica que el directorio está dispuesto a usar su poder para extraer una prima mayor aún asumiendo el riesgo de disuadir la compra (Subramanian, 2003).

Delaware fue el principal estado en la formación de entidades empresariales desde principios de 1900. Debido a su legislación favorable por su predictibilidad, estabilidad y permisividad, un gran número de empresas listadas se han incorporado en dicha jurisdicción. A su vez, a diferencia de lo que sucede en muchos otros estados, los casos de derecho corporativo en Delaware son llevados exclusivamente por jueces profesionales y no por jurados, lo que se estima ofrece mayor imparcialidad. Esto ha llevado a que este estado cuente con una alta concentración de casos corporativos y, por ende, precedentes legales sobre adquisiciones hostiles y defensas *antitakeover* cuyas resoluciones han tenido un impacto significativo en la interpretación y aplicación de leyes corporativas en EE.UU.

En este contexto, los tribunales de Delaware han señalado en más de una oportunidad que la capacidad para mantener una píldora no es ilimitada. En particular, los mismos examinan la decisión de mantener una píldora bajo el estándar intermedio de revisión establecido en *Unocal v. Mesa Petroleum* conocido como “prueba de Unocal” (*Unocal test*). En una primera parte, la empresa objetivo debe evidenciar que la oferta hostil presenta una amenaza para la corporación; en la segunda, debe demostrar que su respuesta defensiva fue razonable en relación con la amenaza planteada. Aunque el *Unocal test* involucra cierto escrutinio judicial, ningún tribunal de Delaware había requerido a una junta de compañía objetivo redimir su píldora venenosa bajo esta prueba de dos partes (Millstone & Subramanian, 2007).

3.3.2.1.2. *Capital structure changes*

Un mecanismo *antitakeover* implica la implementación de enmiendas al estatuto corporativo o cambios en la estructura de capital (*capital structure changes*), las cuales deben ser aprobadas previamente por los accionistas. Estas modificaciones están diseñadas para dificultar una posible toma de control de la empresa y, en consecuencia, disuadir a potenciales compradores interesados. Su objetivo es “desembellecer” a la empresa, haciéndola menos atractiva para los adquirentes potenciales, lo que a su vez protege los intereses de la dirección y de los accionistas existentes.

Establecer un conjunto de enmiendas que alteren aspectos clave de la estructura corporativa potencia el efecto disuasorio. Estas enmiendas no sólo complican el intento de un competidor de tomar el control de la empresa, sino que también brindan a la gerencia y a los accionistas leales más tiempo y poder para reaccionar ante cualquier intento de adquisición. Algunas de las enmiendas más comunes incluyen el escalonamiento de la elección del consejo directivo (*staggered board*), las disposiciones de supermayoría, las cláusulas de precio justo y la capitalización dual, de las cuales se ofrecen ejemplos prácticos a continuación.

En primer lugar, la compañía puede establecer un consejo de administración escalonado (*staggered board*). Ello implica que solo una parte de los miembros del consejo directivo se eligen cada año. En caso de que el competidor intente tomar el control de la empresa en una sola elección, sólo podrá obtener el control de una fracción del consejo, lo que dificultará su capacidad para hacer cambios estratégicos de inmediato. Por ejemplo, si solo un tercio de los miembros del consejo se renuevan cada año, en el año 1 el competidor puede elegir a 2 de los 6 miembros del consejo. Para obtener control total, necesitará esperar hasta el año 3 para poder elegir a los otros 4 miembros, lo que le da tiempo a la propia compañía para reaccionar.

En segundo lugar, la empresa puede instaurar disposiciones de supermayoría. Por ejemplo, se puede implementar una cláusula que requiera que al menos el 75% de los accionistas aprueben una fusión o adquisición. Esto significa que, incluso si el competidor logra adquirir una participación significativa en la empresa, necesitará el apoyo de otros accionistas para poder completar la adquisición. Por ejemplo, si el competidor adquiere el 40% de las acciones, aún necesitará convencer a un 35% adicional de los accionistas para alcanzar el porcentaje necesario para aprobar la fusión.

En tercer lugar, existe la posibilidad de que la compañía incluya cláusulas de precio justo en sus estatutos. Este mecanismo obliga al adquirente a ofrecer un precio mínimo por acción, que se determina en base a ciertos ratios financieros, como el cociente de precio sobre ganancias (P/E) de la empresa. Por ejemplo, si el P/E establecido estatutariamente por la compañía es de 15x, y sus ganancias son de \$2 millones, el valor mínimo a ofrecer por acción sería de \$30 ($15x * \$2$). El competidor no podría adquirir la empresa por menos de este precio, lo que podría desincentivar su interés.

En cuarto lugar, la empresa tiene la capacidad de implementar un esquema de capitalización dual que proteja a la gerencia de decisiones que puedan ser perjudiciales para la empresa, aún sin tener una mayoría en términos de paquete accionario. Por ejemplo, pueden crearse dos clases de acciones: Clase A y Clase B. Las acciones Clase A tienen un voto por acción, mientras que las acciones Clase B tienen diez votos por acción. La gerencia y los fundadores de la empresa mantienen la mayoría de las acciones Clase B. Si el competidor adquiere el 51% de las acciones Clase A, ello no supone tener el control sobre las decisiones de la empresa, ya que los fundadores poseen la mayoría de las acciones Clase B y, por ende, un mayor poder de voto.

3.3.2.1.3. Golden Parachutes

Un tercer mecanismo *antitakeover* son los llamados “paracaídas dorados” (*golden parachutes*). Consisten en acuerdos contractuales que proporcionan a los ejecutivos de la empresa objetivo una compensación sustancial en caso de terminación del empleo, ya sea voluntaria o involuntaria, antes de un determinado plazo, y pueden ser usados de manera preventiva o en medio de una oferta hostil. Generalmente, se gatillan ante una propiedad predeterminada de acciones por una entidad externa, ya sea un individuo o corporación. Si bien se puede generar un sobrecosto para la compañía adquirente que desincentive la adquisición, hay ciertas críticas que se hacen al *golden parachute* vinculadas al riesgo moral, ya que cobrar dicho paquete compensatorio está en el interés de los ejecutivos y no de los accionistas (Gaughan, 2010). También existe una protección similar que se puede extender al resto de la nómina, y se suele llamar “silver parachutes” o “tin parachutes”.

El caso puede ilustrarse mejor con un ejemplo. Ante la amenaza de compra de una organización de mayor escala, una compañía se ve interesada en proteger a sus altos ejecutivos. Para ello, establece un acuerdo contractual que garantiza a sus ejecutivos una compensación equivalente a tres años de salario y bonificaciones, además de un paquete de acciones que les permita vender sus participaciones a un precio

prefijado, en caso de que sean despedidos o renuncien ante un cambio de control. También, a modo de incentivo, incluye pagos adicionales en caso de que el ejecutivo permanezca con la empresa durante un tiempo determinado después de la adquisición. Este acuerdo se activa si la otra compañía adquiere más del 30% de sus acciones. Dicha protección genera un sobre costo para el adquirente que reduce el atractivo de la compra.

Además, la empresa también considera implementar *silver parachutes* o *tin parachutes* que ofrezcan compensación a un grupo más amplio de empleados en caso de que se produzca una adquisición. Esto puede incluir bonificaciones que se activen si el personal clave es despedido debido a la reestructuración post-adquisición. Al hacerlo, la empresa no solo protege a su alta dirección, sino que también busca motivación y retención de sus empleados. Este mecanismo puede tener un efecto disuasorio que lleve a la adquirente a reconsiderar su estrategia. La posibilidad de un alto costo asociado a los pagos sustanciales que tendría que hacer a los empleados alcanzados podría hacer que la oferta sea menos atractiva, viéndose obligado a ajustarla o incluso a abandonar la idea de adquirir la empresa.

3.3.2.2. Mecanismos activos

Una vez que se efectúa la oferta hostil, las compañías pueden implementar mecanismos activos de defensa, respondiendo con acciones que disuadan la compra o incrementen el retorno para el accionista. Un caso muy frecuente es el de litigios, donde la empresa objetivo demanda a la adquirente por violaciones de la ley o prácticas anticompetitivas. Aplicar cambios a la estructura de capital o estructura corporativa también puede generar un efecto disuasorio al provocar que la adquisición sea menos atractiva o más compleja de financiar. Sin embargo, dicho costo podría resultar contraproducente, lo que lleva a cuestionar la viabilidad de estas modificaciones en caso de continuar operando de manera independiente.

Existen otras defensas activas con nombre propio como *greenmail* (se emplea el término en inglés, aunque a veces se traduce como “extorsión corporativa” o “pago de extorsión”) y los “acuerdos de no competencia” o “acuerdos de no toma de control” (*standstill agreements*). En el primer caso, la empresa objetivo recompra las acciones del adquirente a un precio superior al precio de mercado para disuadirlo de continuar con la adquisición. En el caso de los *standstill agreements*, se llega a un acuerdo de inacción por un determinado tiempo entre la empresa objetivo y la adquirente que impide que esta última realice acciones como comprar participación de la compañía objetivo, presentar una *tender offer* o tomar el control por medios alternativos.

También existen tácticas cuya identificación cargada cierta épica, entre las que se encuentran el “caballero blanco” (*white knight*), en la que la empresa objetivo busca a otra empresa – un caballero blanco – para que haga una oferta de adquisición más amigable o favorable que la del adquirente hostil o para reforzar su posición de negociación; el “escudero blanco” (*white squire*), donde una empresa o inversor amigable adquiere una participación significativa en la empresa objetivo para bloquear la oferta del adquirente hostil; o “defensa pac-man” (*pac-man defense*) en la cual la empresa objetivo hace una contraoferta al adquirente (Gaughan, 2010).

Al evaluar la eficacia y la ética de estas estrategias, es crucial considerar no sólo el contexto inmediato de la amenaza, sino también las implicancias a largo plazo para los stakeholders. Los partidarios del uso de defensas parten de la premisa de que los *stakeholders* preexistentes no tienen las mismas intenciones que los *hostile bidders*. Argumentan que el adquirente tiene intereses cortoplacistas y es capaz de sacrificar el futuro de la corporación, por lo que favorecen los mecanismos que reduzcan los derechos de los nuevos accionistas. Los detractores, en cambio, se enfocan en el interés que puede tener un directorio en evitar la entrada de un comprador que atente contra su estabilidad. Por lo tanto, ven a dicha actividad como un

elemento que mantiene honesta a la gerencia y afirman que los directivos que se sienten amenazados gestionan la empresa con mayor eficacia, lo que a su vez maximiza el valor de los *stakeholders* (Gaughan, 2010).

En conclusión, el análisis de las defensas *antitakeover* debe ir más allá de una mera evaluación de su efectividad táctica. Se requiere una consideración integral de cómo estas estrategias impactan en la relación entre el directorio y los accionistas, así como la sostenibilidad de la empresa en su conjunto. Un enfoque equilibrado que contemple tanto la protección del directorio como los intereses de los *stakeholders* es crucial para lograr un verdadero avance hacia la sostenibilidad y el crecimiento a largo plazo de una organización. A continuación, se analiza una reconocida batalla en el ámbito de adquisiciones hostiles: Oracle contra PeopleSoft. El caso fue emblemático no sólo por su duración de un año y medio entre la oferta inicial y la aceptación final, sino también por el despliegue de ingeniosas herramientas de defensa que se utilizaron para disuadir y complejizar la compra hostil, aunque finalmente no pudieron detenerla.

4. Caso de estudio: Oracle vs. PeopleSoft

4.1. Compañías involucradas

Oracle fue fundada en 1976 por Lawrence (Larry) Ellison y constituida en 1986 como una corporación de Delaware. Hacia junio de 2003 se trataba de la empresa de software empresarial más grande del mundo. Desarrollaba, fabricaba, comercializaba y distribuía software informático que ayudaba a sus clientes a gestionar y hacer crecer sus negocios y operaciones. Su oferta de valor abarcaba nuevas licencias de software, actualizaciones de licencias de software y soporte, y servicios de productos que incluían consultoría, servicios avanzados y educación.

Oracle también ofrecía un conjunto integrado de software de aplicaciones empresariales y otra infraestructura de software empresarial, aunque el negocio de licencias de software procedente de aplicaciones constituía solo una pequeña fracción de su facturación (6% y 7% de los ingresos totales y 19% y 20% de los ingresos por licencias de software nuevo en 2003 y 2002, respectivamente). El mayor componente de sus ingresos provenía de programas diseñados para crear, gestionar y mantener bases de datos (Oracle Corp., 2003). Oracle era una empresa con una cultura de ventas muy competitiva, que incubó talentos como Craig Conway, *Chief Executive Officer (CEO)* de PeopleSoft, Tom Siebel, fundador y *CEO* de Siebel Systems, entre otros.

PeopleSoft, por su parte, fue fundada en 1987 por David Duffield, quien preservó el cargo de *CEO* hasta la llegada de Conway en 1999. La compañía se dedicaba al diseño, desarrollo, comercialización y apoyo de productos de software de aplicaciones empresariales para su uso en organizaciones medianas y grandes a nivel global. Ésto incluía corporaciones, instituciones educativas y organismos gubernamentales nacionales, estatales, provinciales y locales. Dichas aplicaciones integrales permitían a las organizaciones gestionar procesos de negocio críticos y analizar y mejorar sus relaciones con clientes, proveedores, empleados y socios, así como servicios de consultoría para ayudar a los usuarios en la implementación, formación y soporte. Sus aplicaciones ofrecían un alto grado de flexibilidad, rápida implementación y escalabilidad en múltiples bases de datos y sistemas operativos (PeopleSoft, 2003).

Al cierre de mayo de 2003, Oracle contaba con 40.650 empleados, una facturación anual de \$9,5 mil millones de dólares, y su capitalización de mercado era de \$68 mil millones. Vendía productos en más de 120 países (Millstone & Subramanian, 2007). Por su parte, PeopleSoft estaba conformada por cerca de

10.000 empleados, facturaba \$2 mil millones anuales y su capitalización de mercado era de \$8,5 mil millones. Atendía a aproximadamente 12.000 clientes en 150 países (PeopleSoft, 2003). Más allá de las diferencias en tamaño, PeopleSoft era percibido como un competidor fuerte. Una presentación elaborada por Oracle sobre cómo posicionar a su equipo comercial para vender contra PeopleSoft daba cuenta de ello (Oracle Corp., 2002).

Entre las fortalezas de PeopleSoft, Oracle destacaba su enfoque en el negocio de aplicaciones, lo que provocaba que su fuerza de ventas estuviera especializada y bien informada sobre esta oferta. También veía a PeopleSoft como una “máquina del marketing” que se presentaba en los eventos adecuados y ya contaba con un producto robusto en gestión de recursos humanos con una sólida base de clientes en Norteamérica. A su vez, reconocía positivamente que se apalancaban en socios tecnológicos como Microsoft para incrementar sus ventas. Entre las debilidades, daba cuenta de su baja cobertura en el mercado bajo y medio y la complejidad que introducía su granularidad en el equipo de ventas. Más allá de las diferencias en producto y escala, resulta relevante destacar el esfuerzo comercial que Oracle interpretaba que debía hacer, ya que elaboraron argumentos en contra del producto de su competencia y diversas estrategias de acción.

4.2. Contexto

En junio de 2002, Craig Conway, *CEO* de PeopleSoft, propuso un acuerdo de fusión entre su negocio de software empresarial y el de Oracle. Larry Ellison, fundador y *CEO* de Oracle, mostró interés en analizar la iniciativa con miras a las eficiencias de escala y la capacidad de aumentar su base de clientes. Ambas partes tuvieron un encuentro favorable en San Francisco para revisar las condiciones de la propuesta. Sin embargo, los avances fueron modestos, ya que hubo desacuerdo en la forma en que ambos ejecutivos proponían llevar adelante la fusión. Según el testimonio de Safra Catz, Vicepresidente Ejecutiva de Oracle al momento del encuentro, ambos directivos aspiraban a quedar al mando de dicha unidad de negocio y sus disidencias frustraron las negociaciones. Por su parte, Skip Battle, director de PeopleSoft, explicó que ellos querían desarrollar una compañía independiente del negocio de base de datos y no estaban interesados en limitar su software de aplicaciones a Oracle como único fabricante (Millstone & Subramanian, 2007).

Un año después, PeopleSoft cambió su estrategia de posicionamiento en el mercado. El 2 de junio de 2003, anunció un acuerdo de fusión con J.D. Edwards (JDEC), una empresa global de aplicaciones empresariales centrada principalmente en soluciones para empresas medianas en los sectores de fabricación, distribución e industrias intensivas en activos. Dicha consolidación se concretaría en julio de ese mismo año. Las compañías presentaban ligeras diferencias en sus productos y bases de clientes, por lo que la transacción pretendía fortalecer su posición en el mercado de aplicaciones empresariales. El tono amigable en materia de operaciones de *M&A* cesó en ese entonces.

Cuatro días después del anuncio de la citada fusión, PeopleSoft fue objeto de una oferta hostil por parte de Oracle. El 6 de junio, Oracle anunció una oferta pública de adquisición a 16 dólares por acción de PeopleSoft por un total de \$5,1 billones de dólares, lo que prácticamente no ofrecía ninguna prima sobre el precio de mercado en ese momento y era inferior a la cotización media que se venía observando en los meses previos a la oferta. Dicha propuesta fue rechazada inmediatamente por la junta directiva de PeopleSoft. Si bien la compra de J.D. Edwards se perfeccionó el 18 de julio de 2003, a 46 días de la oferta de PeopleSoft, la discusión entre Oracle y PeopleSoft se extendió 18 meses tras el *bid* inicial.

Las secciones subsiguientes abordan un análisis de la oferta hostil de Oracle, comenzando con un examen del mercado alcanzable y continuando con la justificación de la oferta hostil. Luego, se exploran las

diversas defensas antitakeover implementadas por PeopleSoft, incluyendo las estrategias de *poison pill*, el *Customer Assurance Program (CAP)*, las protecciones de la junta directiva, las demandas legales y los *parachutes*. Finalmente, se desarrolla sobre el comportamiento de Oracle, tanto los cuestionamientos a su actitud inicial como su perseverancia hasta alcanzar una resolución de la disputa resultante.

4.3. Mercado alcanzable

Previo a adentrarse en el caso, resulta particularmente relevante reparar en el mercado alcanzable y el efecto reputacional que puede tener un ataque de esta naturaleza. Oracle y PeopleSoft eran dos empresas activas en la industria del software en el segmento de Software de Aplicaciones Empresariales (*Enterprise Application Software*), el cual proporciona software que facilita los diferentes procesos de la actividad corporativa. Los pilares del software se suelen distinguir por su enfoque, dependiendo de si sus prestaciones se centran en la gestión de clientes (*Customer Relationship Management* o *CRM*), el personal (*Human Resources* o *HR*), las transacciones (*Financial Management Systems* o *FMS*), o gestión de la cadena de suministro (*Supply Chain Management* o *SCM*). Mientras que algunas empresas proporcionaban soluciones puntuales, tanto Oracle como PeopleSoft ofrecían *suites* integradas –un conjunto de aplicaciones interrelacionadas–, que incluían paquetes amplios de soluciones para la mayoría o todas las necesidades de las empresas (Bengtsson, 2005).

El mercado de software de aplicaciones experimentaba un proceso de rápida evolución tecnológica, frecuentes lanzamientos de nuevos productos, cambios en la demanda del cliente y estándares de industria en constante transformación (PeopleSoft, 2003). Se trataba de un producto costoso, con precios de adquisición que a mediados de 2003 alcanzaban cifras de seis o siete dígitos. Adicionalmente, las organizaciones debían someterse a un proceso de implementación e integración de software. Esto último abarcaba la contratación de consultores para personalizar e instalar el software, capacitar a los empleados en su utilización e incluso repensar las prácticas comerciales de la empresa para maximizar las funcionalidades del software. Dichos servicios podían representar hasta diez veces el costo inicial (Millstone & Subramanian, 2007).

La elección de un proveedor de software específico no era azarosa. Esta decisión no solo tenía repercusiones financieras inmediatas, sino que también impactaba la eficiencia operativa y la sostenibilidad a largo plazo de la empresa. Las organizaciones debían considerar factores como la reputación del proveedor, la calidad del soporte técnico, la facilidad de uso del software y la posibilidad de personalización. La inversión en un software específico era, por tanto, una decisión estratégica que podía definir el éxito o el fracaso de los procesos internos de la compañía. Por otra parte, las empresas desarrolladoras de dicho software asumían un compromiso tácito de mantenimiento con sus clientes, puesto que las herramientas debían ajustarse a las necesidades cambiantes en la vida de las organizaciones para ser provechosas. Dicho objetivo implicaba una revisión y actualización constante a fin de asegurar retención y construir una reputación para crecer su alcance.

Otra de las particularidades de este mercado eran sus evidentes eficiencias de escala. Al ser una apuesta relevante para las empresas, la consolidación permitía unificar costos de desarrollo de software y de marca y, a su vez, aumentar la base de clientes. Además, la concentración dejaba en una posición más favorable a los proveedores de software, quienes enfrentaban una competencia más laxa que podía dar mayor margen de maniobra a la hora de establecer el precio de su solución. De hecho, este último factor trajo consecuencias desde el abordaje de Política de la Competencia en manos de la Comisión Europea, el cual se desarrolla en mayor profundidad en la sección 4.7.3.1. *Motivos antimonopolio*.

En junio de 2003, PeopleSoft era el segundo proveedor de aplicaciones empresariales más grande del mundo. Se encargaba de automatizar y optimizar procesos empresariales como compras, ventas, contabilidad y nómina. Una parte importante de su negocio provenía de entidades medianas y grandes que buscaban una solución de aplicaciones totalmente integrada. Hasta el momento, PeopleSoft había realizado inversiones significativas en investigación y desarrollo (*Research and Development* o *R&D*) de productos de software. Su personal de *R&D* estaba compuesto por 3.000 empleados, e incurrían en gastos anuales de desarrollo de productos de aproximadamente \$400 millones. Con el fin de mantener su posición competitiva en el mercado, la empresa apostaba al desarrollo oportuno de nuevos productos, mejoras en las plataformas existentes y la adquisición de derechos para vender o incorporar tecnologías y productos complementarios (PeopleSoft, 2003).

PeopleSoft consideraba que SAP y Oracle eran los únicos proveedores de software relevantes que se dirigían al segmento de mercado de las grandes empresas. PeopleSoft también competía con una variedad de proveedores de software de aplicación en segmentos de mercado más definidos, incluyendo *CRM*, *HR*, *FMS* y *SCM* (PeopleSoft, 2003). Por su parte, Oracle competía en mercados que iban más allá del software de aplicaciones, incluyendo el sistema de gestión de bases de datos, almacén de datos, colaboración, servidor de aplicaciones, herramientas de desarrollo, consultoría, educación y mercados de externalización. En el mercado de aplicaciones, Oracle consideraba tener una competencia más amplia, incluyendo empresas como Lawson Software, Inc., Microsoft, PeopleSoft, SAP, Siebel Systems, Inc. y otros proveedores de aplicaciones, así como soluciones externas e internas para los clientes (Oracle Corp., 2003).

Al momento de la oferta, diferentes analistas apuntaron contra Oracle. Según reportaba la analista de Forrester, Orlov (2003), a Oracle no le estaba resultando sencillo hacer crecer el negocio de aplicaciones de software empresarial. De hecho, su facturación en este segmento había declinado. A través de la adquisición, Oracle podría expandir su portafolio y encontrar una alternativa ante una batalla con éxito limitado. Otras posturas cuestionaban las verdaderas intenciones de Oracle. Según remarcaba Kempf (2003), analista de Gartner enfocado en recomendaciones a compañías sobre compras de software, la oferta parecía una movida para quedarse con los clientes de PeopleSoft y remover a un competidor fuerte. A continuación, se exploran justificaciones que pueden haber impulsado a Oracle a optar por un abordaje hostil.

4.4. Racional de la oferta hostil de Oracle

En un mercado en constante transformación como lo era la industria de software, la tendencia hacia la consolidación surgía como una estrategia proactiva para asegurar el crecimiento y sostenibilidad a largo plazo. Se trataba de un mercado con creciente competencia, necesidad de innovación permanente y presión para optimizar costos y recursos. Lo que entonces resultaba menos frecuente, aunque no imposible, era encontrar casos de adquisición hostil. La dinámica de las negociaciones en un ataque hostil es notablemente distinta respecto de la que surge en un entorno amigable. Generalmente, es una forma de alinearse con los intereses de los accionistas a expensas de la dirección. Un caso en la industria de software donde este factor jugó un rol crucial fue la compra de International Business Machines Corporation (IBM) a Lotus Development Corp. (Lotus) en junio de 1995.

El lunes 5 de junio, IBM ofreció \$60 dólares por acción, lo que representaba una prima del 85% contra la cotización de cierre de la acción de Lotus del viernes inmediato anterior, de \$32,50. La oferta aparentemente siguió a negociaciones entre IBM y Lotus sobre una posible fusión amistosa. Sin embargo, la misma no sólo fue rechazada sino que también Jim Manzi, *CEO* de Lotus, buscó implementar la estrategia de un *white knight* para mantener a la empresa independiente. Ante ello, IBM se vio impulsada

a acudir directamente a los accionistas de Lotus. El 11 de junio, 6 días después de la oferta inicial, Lotus terminó aceptando una nueva oferta a \$64 por acción (6,6% superior a la oferta inicial), totalizando una compra de participación (*buyout*) de \$3,5 billones, representativa del 100% del capital de Lotus. El caso marcó no sólo la primera adquisición hostil de IBM sino también la adquisición más grande en la historia de la industria del software en ese momento (Rifkin, 1998).

En el caso Oracle contra PeopleSoft, las fricciones entre directivos y la imaginada resistencia del directorio de PeopleSoft pudo haber sido el principal motivo que inclinó a Oracle a llevar adelante una oferta hostil. Craig Conway, *CEO* de PeopleSoft, ya había mostrado interés en una fusión donde él asumiera el liderazgo y había quedado de manifiesto cierta dificultad de llegar a un acuerdo a nivel ejecutivo, así que resultaría más complejo entablar una negociación amigable. Sin embargo, lo llamativo del caso fue que la falta de atractivo en su propuesta difícilmente haya alineado a los accionistas de PeopleSoft para revisar la *tender offer* de Oracle y contradecir a la junta directiva.

Otro factor relevante pudo haber sido la agilidad ante la presión de mercado para hacer un anuncio público de compra en vez de recurrir a los canales tradicionales de un *M&A* donde potenciales compradores pudieran participar y debilitar su posicionamiento. No obstante, lo llamativo en este caso fue que Oracle no ofreció una prima tentadora para el público inversor que permitiera llegar rápidamente a un acuerdo, como es característico en ofertas hostiles. La propuesta inicial se hizo a un valor de \$16 dólares por acción, a un 6% de prima respecto de la cotización de mercado. Esta prima era prácticamente inexistente si se comparaba con la cotización promedio de los últimos 30, 60 y 90 días (2%, 3% y 1%, respectivamente). Incluso podía percibirse como una oferta oportunista en una acción que estaba atravesando una tendencia bajista. Este factor debilita el argumento en favor de la agresividad y rapidez asociada a un abordaje hostil.

También es factible que la implementación de una *tender offer* haya influido en la valoración de PeopleSoft a través de un efecto anclaje. El mismo se refiere a la tendencia de los inversores a basar sus decisiones en la información inicial que reciben –en este contexto, el precio de la oferta–. En teoría, la oferta podría establecer un punto de referencia que influya en la percepción del valor de la empresa objetivo, llevando a los accionistas a considerar que el precio ofrecido es indicativo de su verdadero valor. Sin embargo, este no pareció ser el caso ya que el *bid* inicial fue recibido con escepticismo y desaprobación, tanto por parte de los inversores como de los analistas de *equity*. Eventualmente, la compra se concluyó a una cotización que resultó estar un 66% por encima de la oferta original. Este caso ilustra cómo, en lugar de crear un efecto anclaje positivo, el *bid* inicial pudo haber generado una percepción negativa que complicó la negociación.

Además, hubo una consideración importante relacionada con la naturaleza específica de este negocio que fue objeto de discusión en ese momento. Se refería al impacto que la disrupción de las operaciones podría tener en el ámbito del software empresarial, donde las relaciones entre los proveedores de software y sus clientes deben ser duraderas y fundamentadas en la reputación y la confianza. La intención de compra anunciada públicamente generaba incertidumbre sobre la continuidad del negocio de PeopleSoft, lo que ponía en riesgo la demanda de sus productos. Este efecto desestabilizante pudo haber sido una de las razones por las cuales Oracle decidió realizar un anuncio público. Ante esta situación, PeopleSoft se vio obligada a iniciar negociaciones para evitar la destrucción de valor. Si no hubiera sido por las herramientas defensivas que implementó PeopleSoft para retrasar o impedir la compra, este anuncio podría haber acelerado las negociaciones a favor de Oracle.

4.5. Defensas *antitakeover* implementadas por PeopleSoft

PeopleSoft empleó diversos mecanismos de defensa para disuadir la compra de Oracle o mejorar los términos económicos de la oferta con el objetivo de preservar el valor de los *stakeholders*, disponibles en la Tabla N°5. Algunas de estas defensas ya habían sido implementadas previamente como parte de su estrategia corporativa, mientras que otras surgieron como respuesta directa al ataque hostil.

Tabla 5

Defensas *antitakeover* implementadas por PeopleSoft

Defensa	Categoría	Descripción
Poison Pill	Mecanismo preventivo	Derecho de los accionistas de PeopleSoft a comprar acciones adicionales al 50% del precio de mercado en caso de que se adquiriera más del 20% de las acciones sin aprobación del directorio.
CAP	Mecanismo activo	Iniciativa diseñada para asegurar la satisfacción del cliente y mantener la lealtad ante posibles cambios en la propiedad.
Junta Directiva	Mecanismo preventivo/activo	Mix de estrategias preventivas (emisión de acciones preferentes y elecciones escalonadas) y activas (fairness opinion y establecimiento del Comité de Transacción).
Demandas legales	Mecanismo activo	Uso de acciones legales para frenar o dificultar la adquisición, incluyendo denuncias por conducta ilícita y prácticas comerciales desleales y un juicio antimonopolio.
Parachutes	Mecanismo preventivo	Compensaciones sustanciales para los beneficiarios en caso de una adquisición, abarcando tanto a altos ejecutivos (golden) como al resto de empleados (tin).

Fuente: elaboración propia en base a Millstone & Subramanian (2007) y Gaughan (2010).

A continuación, se examinan individualmente las herramientas aplicadas, entendiendo el mecanismo bajo el cual operaban y evaluando si estas defensas pudieron ser aprovechadas para el beneficio de los *stakeholders* o si, por el contrario, resultaron en una protección excesiva que beneficiaba fundamentalmente a la junta directiva de PeopleSoft y su estructura de poder, en una clara situación de conflicto de interés. Este análisis no sólo revelará la efectividad de las estrategias de defensa implementadas, sino que también permitirá reflexionar sobre las implicancias a largo plazo que tales decisiones pueden tener en la salud financiera de la empresa y en la percepción de los accionistas respecto a la gestión de la compañía.

4.5.1. *Poison pill* de PeopleSoft

En febrero de 1995, PeopleSoft había instalado una *dead hand poison pill* del estilo *flip-in* de 10 años de duración. Ello implicaba que, en caso de que un individuo o entidad adquiriera más del 20% del stock sin la aprobación de la junta directiva, los accionistas de PeopleSoft tendrían derecho a adquirir más acciones de la compañía al 50% del precio de mercado vigente y sólo los directores que la habían instalado o sus sucesores aprobados podrían modificar dicho instrumento. Cuando las píldoras *dead hand* fueron prohibidas por la Corte de Delaware en 1988, sobrevivió una *poison pill* clásica. Ello implicaba que las condiciones de la píldora se mantenían pero, en caso de que hubiera una nueva junta directiva, la misma sí podría dejarla sin efecto.

Aunque era una variante menos agresiva, la píldora clásica seguía siendo un mecanismo “bloqueador” (*stopper*) para adquisiciones hostiles, ya que la dilución provocada por la activación de la píldora volvía muy poco rentable una operación de esta índole. Tal como destacan algunos autores, lo que ocurriría entre un evento gatillante (*triggering*) y el ejercicio de la píldora era un terreno desconocido (Subramanian, 2007). Las píldoras eran un instrumento construido para ser adaptable a las necesidades de los tomadores de decisiones. Entre los 10 días que separaban un evento *triggering* y el ejercicio de la píldora, la junta directiva de PeopleSoft no podría eliminar la píldora pero sí modificarla de la forma en que creyera conveniente. Esta característica no estaba presente en las píldoras instaladas en otras compañías listadas, y generaba fuertes implicancias vinculadas al poder de negociación en cabeza de la junta directiva. De este modo, PeopleSoft mantenía la facultad de activar el efecto dilutivo.

Sin embargo, dicha flexibilidad tendría sus límites. En particular, en los términos en que la píldora había sido diseñada, la oferta debía representar una “amenaza para la compañía”, y la píldora propuesta tenía que guardar “razonabilidad en relación con dicha amenaza planteada”. Este segundo punto sería un foco de conflicto. El 18 de junio de 2003, Oracle presentó una demanda contra PeopleSoft alegando que las acciones de la junta directiva – entre las cuales se incluía la negativa a disolver su píldora venenosa – violaban sus deberes fiduciarios hacia los *stakeholders* (PeopleSoft, 2003). Dicho suceso concluyó en un juicio en Delaware en octubre de 2004 en el que los demandantes buscaron obligar a PeopleSoft a redimir los derechos que se pueden emitir bajo el Acuerdo de Derechos (*Preferred Shares Rights Agreement* o *Rights Agreement*, denominación formal de la *poison pill*) o hacer que el mismo no fuera aplicable a la adquisición por parte de Oracle.

Indudablemente, la píldora constituyó una herramienta de defensa relevante para PeopleSoft. La misma permitió postergar la adquisición e incluso podría haber frustrado la intención de compra en caso de que Oracle hubiera temido por una fuerte dilución de su posición tras la compra de participación accionaria. La *tender offer* de Oracle era vinculante, por lo cual, si se activaba la píldora, Oracle iba a tener que honrar su oferta –con una ecuación de compra muy distinta a la que motivó dicha oferta–.

Hay una consideración adicional en la *poison pill* instalada por PeopleSoft y es la implicancia del derecho de *flip over*. Esta característica habilitaba a los accionistas que no ejercieran sus derechos *flip in* a comprar acciones de Oracle después de la fusión a un descuento del 50%. La particularidad de la *flip over poison pill* era que embebía un riesgo legal inherente, ya que obligaba a Oracle a ofrecer acciones de su propia compañía a un precio descontado, respetando la determinación de una junta directiva que no era la propia. Ello podría ser duramente cuestionado y llevado a litigio, lo que haría del ejercicio de este derecho algo incierto. Adicionalmente, existía un efecto del valor tiempo del dinero, ya que el ejercicio del *flip over* se podría efectivizar posteriormente al derecho de *flip in*. De hecho, la Ley General de Sociedades en Delaware sometía el ejercicio a una espera de tres años. Más allá de los factores de riesgo que disminuían el atractivo del *flip over*, la existencia de este derecho podría haber dado a PeopleSoft mayor poder de negociación para obtener un precio de adquisición más alto u otros términos más favorables.

4.5.2. Programa de Garantía al Cliente (CAP)

Así como PeopleSoft tenía implementada una píldora venenosa de antemano, también elaboró mecanismos defensivos *ad-hoc* para las circunstancias que enfrentaba. Considerando las condiciones en las que operaba la industria de software empresarial y ante las declaraciones públicas de Oracle que daban cuenta de una falta de claridad sobre su accionar si la adquisición se concretaba, PeopleSoft actuó con rapidez para proveer a sus clientes de una cobertura que disminuyera la incertidumbre sobre la continuidad del producto y evitara una caída abrupta de su negocio. El 9 de junio de 2003, tres días después de la *tender offer* inicial, PeopleSoft anunció una respuesta innovadora ante la oferta hostil: un Programa de Garantía al Cliente (*Customer Assurance Program* o *CAP*) que ofrecía a sus clientes una protección financiera en caso de que se cumplieran – o incumplieran– ciertas condiciones tras una adquisición de la compañía.

Dicha cobertura consistía en un pago por encima de los honorarios totales del acuerdo de licencia. Para que el mecanismo se gatillara, debían ocurrir eventos como la adquisición de PeopleSoft por una entidad ajena o la decisión del adquirente de discontinuar o reducir el soporte, las licencias o las actualizaciones de los productos de la compañía objetivo. Cabe destacar que el *CAP* no contemplaba el reembolso de honorarios ya pagados sino un pago adicional por incumplimientos hacia los usuarios (PeopleSoft, 2003). Este programa se implementó como una cláusula de cambio de control contingente incorporada en los contratos de licencia perpetua estándar de PeopleSoft. Se puso en marcha sin la aprobación formal de la junta directiva y sin divulgación pública, aunque posteriormente fue ratificado por la junta y divulgado en los documentos presentados ante la SEC (Millstone & Subramanian, 2007).

El *CAP* suponía un beneficio tanto para la continuidad del negocio de PeopleSoft como para sus clientes, ya que buscaba darles tranquilidad por los costos de largo plazo en los que habían incurrido en la implementación del producto. Además, permitía seguir vendiendo contratos sin tener un impacto negativo en las ventas de PeopleSoft, a diferencia del efecto que podría haber tenido el hecho de aplicar un mecanismo de retención de clientes como los descuentos. En efecto, desde el comienzo del programa hasta noviembre de 2004, PeopleSoft incrementó su base instalada significativamente. Según reportó la compañía, incorporaron más de 700 clientes nuevos a su base instalada, cerraron más de 3.600 ventas de licencias por una facturación superior a \$800 millones (PeopleSoft, 2004).

Por otro lado, el *CAP* era una medida agresiva para Oracle, ya que podían generarse obligaciones financieras significativas para la compañía en su condición de adquirente. En un principio, contrario a lo esperado, Oracle no apuntó directamente contra este mecanismo defensivo. La compañía veía difícil que esta contingencia se fuera a materializar porque, en última instancia, ellos tenían el control sobre el resultado: siempre que se continuara con el soporte al producto, más allá de que no hicieran un esfuerzo comercial por venderlo, la obligación del pago adicional no se materializaría. Sin embargo, ésto nunca sería indiferente para Oracle, dado que la adquirente se vería forzada a continuar invirtiendo en un producto en el que, en otro contexto, probablemente no apostaría, lo que la alejaría de su negocio principal.

Versiones del CAP

Eventualmente el *CAP* se convirtió en un punto de conflicto significativo en la disputa. Su validez legal no tenía precedentes, así que había incertidumbre sobre la interpretación que le daría el tribunal de Delaware. PeopleSoft implementó seis versiones diferentes del *CAP* y, a medida que transcurrió el tiempo, el programa evolucionó hacia mayores penalidades acumuladas para PeopleSoft en caso de

incumplimiento. La versión inicial en junio de 2003 establecía que se realizaría un pago al cliente si PeopleSoft era adquirida dentro de un año desde la fecha del contrato, y la compañía adquirente anunciaba su intención de discontinuar el soporte o las licencias de los productos dentro de los dos años siguientes.

Una segunda versión ampliaba el plazo para la adquisición a dos años y el plazo para el anuncio de discontinuación a cuatro años. Además, especificaba con mayor detalle las acciones que podrían desencadenar el pago, como la reducción material del nivel de soporte, la disminución de la inversión en actualizaciones o el retraso en el lanzamiento de nuevas versiones. Esta versión también definía el término “adquirida” en sentido amplio, incluyendo escenarios como un cambio en la composición del consejo de administración. La tercera realizaba una corrección, aclarando que un cambio en la composición del consejo de administración por sí solo no era suficiente para considerarse una adquisición. También modificó el criterio para determinar la reducción del soporte, pasando de “dinero gastado” a “recursos asignados”.

La versión número cuatro eliminó la disposición relativa al cambio en la composición del consejo de administración como un evento que podría desencadenar el pago. La quinta versión del *CAP* incluyó una definición de “adquirida” que se limitaba a la adquisición de PeopleSoft por parte de Oracle y sus filiales, mientras que la sexta y última versión requería que el licenciataria solicitara el pago por escrito dentro de los 51 meses posteriores a la fecha de vigencia del contrato (PeopleSoft, 2004). A medida que se ajustaba la versión del *CAP*, la contingencia total para la empresa adquirente incrementaba, tal como se expone en la Tabla N°6. PeopleSoft implementó este programa durante los 18 meses de negociaciones, hasta la fecha de la adquisición.

Tabla 6

Contingencias derivadas de la implementación del CAP

Versión del CAP	Período de Inclusión en Contratos	Contingencia del Período	Contingencia Acumulada
1	Jun. 09, 2003 - Sep. 12, 2003	\$76 M	\$76 M
2	Sep. 12, 2003 - Sep. 30, 2003	\$170 M	\$246 M
3	Sep. 30, 2003 - Nov. 07, 2003	\$40 M	\$286 M
4	Nov. 18, 2003 - Jun. 30, 2004	\$1.352 M	\$1.638 M
5	Jun. 16, 2004 - Dic. 28, 2004	\$792 M	\$2.430 M
6	Oct. 12, 2004 - Dic. 28, 2004	\$1.105 M	\$3.535 M

Fuente: Elaboración propia en base a Oracle Corporation (2005, p.97)

Si Oracle quería adquirir PeopleSoft previo a adentrarse en una batalla, *¿la compañía tenía la misma belleza antes y después de generarse la contingencia del CAP?* Definitivamente, este programa convertía a PeopleSoft en una compañía menos atractiva a los ojos de Oracle. En primer lugar, si bien PeopleSoft no incluía dicha contingencia en los balances porque ésta sólo se materializaba al producirse una adquisición, la misma sí representaba un riesgo para Oracle. Además, había un costo de oportunidad asociado, concepto que se profundiza en la sección 4.7.3.2. *Motivos de integración*. Oracle debería continuar con gastos en *R&D* para mantener las actualizaciones de productos de PeopleSoft y JDEC cuando, de otro modo, podría haber buscado eficiencias de estructura. El *CAP* no expiraba hasta los 4 años de la firma del contrato, lo que suponía que las inversiones en *R&D* de todas las plataformas deberían extenderse por al menos dicho plazo si se pretendía evitar la contingencia por completo.

¿Fue una decisión acorde a la amenaza planteada? ¿Estaba concebida en el mejor interés de los usuarios? ¿Y de los accionistas? Si bien el mecanismo de retención daba cuenta del riesgo que percibía

PeopleSoft de que la compra se materializara, el mismo no resultaba acorde a la amenaza que suponía la compra. Se trataba un compromiso excesivamente costoso que podría haber generado incentivos perversos de nuevos usuarios que compraran las licencias únicamente en miras de entrar en juicio una vez materializada la fusión. Respecto a la protección hacia los usuarios, constituía un blindaje con el cual era difícil competir y aminoraba el incentivo a cambiar de proveedor ante la incertidumbre de la lucha hostil. Por lo tanto, los principales ganadores con dicho programa eran los propios clientes. El pago adicional derivado del *CAP* podía ser de hasta 5 veces el valor del contrato original, lo que daba una protección suficiente a los clientes como para evitar su deserción.

En caso de que la compra por parte de Oracle fuera el mejor escenario de transición de su compañía y de que la misma se viera frustrada ante la implementación del *CAP*, los principales damnificados serían los accionistas. Si PeopleSoft no contaba con la escala crítica necesaria para mantenerse competitiva en el mercado de software de aplicaciones empresariales en el largo plazo, como sostenían muchos observadores, la alternativa de no llegar a un acuerdo podría haber resultado en una caída abrupta de su cotización. Además, la evidencia empírica mostraba que los accionistas de las empresas objetivo, en promedio, recibían retornos a largo plazo más bajos en comparación con la oferta del *bidder* cuando la empresa objetivo resistía con éxito la oferta (Subramanian, 2007). Otro escenario podría haber sido que Oracle no estuviera dispuesto a asumir el costo del programa y lo trasladara a la *target*, resultando en una oferta de precio por acción inferior a la de la empresa objetivo.

Sin embargo, afortunadamente para aquellos accionistas que deseaban vender, Oracle terminó ofreciendo un precio aún más elevado como forma de sellar el acuerdo. Probablemente, esto se debiera a que la compañía se encontraba inmersa en una intensa batalla de consolidación que iba más allá del atractivo de PeopleSoft. Si su objetivo era posicionarse como un líder en el sector del software y competir con empresas que ofrecían servicios integrales como Microsoft, la batalla de un “precio justo” pasaba a un segundo plano ya que las sinergias podrían ser incommensurables. Esta situación explica su disposición a tolerar una contingencia que incrementaba día a día mientras se desarrollaban las negociaciones sobre la adquisición.

4.5.3. Protecciones de la junta directiva

La junta directiva de PeopleSoft contaba con una serie de protecciones que la dotaban de cierto control y dificultaban el éxito de un ataque hostil. Además de incluir en los estatutos una *poison pill*, contaba con disposiciones que brindaban a la junta directiva la capacidad de emitir acciones preferentes y determinar los derechos y designaciones de las acciones preferentes en cualquier momento sin la aprobación de los accionistas. Eso podría desalentar a un tercero de adquirir una mayoría de las acciones con derecho a voto en circulación. También aplicaba como mecanismo preventivo las elecciones escalonadas para la junta de directorio, lo que impedía que Oracle o cualquier adquirente pudiera reemplazar a la totalidad de la Junta en una sola oportunidad.

La “junta escalonada” o *staggered board* era típicamente utilizada como herramienta de defensa. Se trataba de un mecanismo poco costoso que permitía a la junta vigente de PeopleSoft retrasar una toma de control. Dicha medida era beneficiosa para la junta pero, ¿*acaso suponía un beneficio para el resto de stakeholders?* En principio, es debatible que fuera provechosa para los accionistas. Esto se debe a que, en caso de inclinarse hacia la nueva estrategia impulsada por un nuevo comprador, éstos preferirían que los nuevos miembros propuestos pudieran integrar la junta de una vez por todas. ¿*Qué sentido tenía aplazar la consolidación de un directorio que era ajeno si en una votación inicial ya había intenciones de desplazar a la junta directiva original?* Ello podría embeber intereses perversos de preservación del poder.

En respuesta al anuncio del 6 de junio de Oracle, PeopleSoft solicitó una opinión de equidad (*fairness opinion*) a Citigroup Global Markets Inc. y Goldman, Sachs & Co. Se trata de un informe emitido por un asesor financiero o una firma de inversión que evalúa si los términos financieros de una transacción, como una fusión o adquisición, son justos desde el punto de vista financiero para los accionistas de una empresa. Este tipo de opinión se utiliza comúnmente en procesos de *M&A* para proporcionar a la junta directiva y a los accionistas una evaluación independiente sobre si el precio ofrecido es razonable en relación con el valor de la empresa, considerando diversos factores como el rendimiento financiero, las proyecciones futuras, las condiciones del mercado y comparaciones con transacciones similares.

La *fairness opinion* no sólo ayuda a la junta directiva a tomar decisiones informadas, sino que también puede servir como una herramienta de protección legal. Si los accionistas consideran que el precio ofrecido es injusto o que la junta no actuó en su mejor interés, pueden presentar demandas alegando que la junta no cumplió con su deber fiduciario. En tales casos, la existencia de una *fairness opinion* puede servir como evidencia de que la junta directiva llevó a cabo un análisis diligente y tomó decisiones fundamentadas basadas en la mejor información disponible. Esto puede ayudar a mitigar la responsabilidad personal de los directores y demostrar que actuaron de manera razonable y prudente en la evaluación de la transacción.

Comité de Transacción: cobertura ante el riesgo reputacional

Además de la junta escalonada y la solicitud de una *fairness opinion*, el directorio también decidió implementar un mecanismo activo para transmitir transparencia e independencia a la respuesta ante la oferta. Teniendo en cuenta las protecciones preexistentes, había un riesgo vinculado con la comunicación efectiva y la toma de decisiones transparente que el poder de la junta actual no podía desoir. Una vez efectuada la propuesta, la ley de Delaware establecía determinadas responsabilidades de los miembros del directorio, como fiduciarios de la compañía, ante una oferta hostil. En particular, requería que evaluaran “desapasionadamente” y “cuidadosamente” cualquier oferta “de buena fe”. Al momento de recibir la intención de compra, Craig Conway había comunicado inmediatamente su rechazo a esta o cualquier propuesta de Oracle, y dicha actitud reticente podía ser interpretada como una falta del deber del *CEO* y del resto de la junta directiva para con sus accionistas.

Es por ello que el 8 de junio de 2003, PeopleSoft estableció un Comité de Transacción (*Transaction Committee*) que comprendía exclusivamente a los directores independientes, cuyo objetivo era evaluar la oferta de Oracle sin la influencia de Conway y Duffield, quienes habían manifestado públicamente su disconformidad. Este comité permitía mostrarse imparciales a la hora de tomar una decisión sobre la oferta, buscando optar por aquella alternativa que maximizara el valor de los *stakeholders*. Si bien puede no ser considerado un mecanismo de defensa en sí mismo, el *Transaction Committee* no tenía costo alguno y permitía mantener una comunicación clara y transparente para preservar la confianza de los accionistas, por lo que constituyó una protección ante las críticas que alegaban que la junta directiva tenía fuertes intereses en detener la compra a toda costa.

A su vez, Oracle y el resto de los *stakeholders* también parecían verse beneficiadas por dicha herramienta. El adquirente se aseguraba que su propuesta sería analizada por un jurado relativamente más imparcial y los accionistas gozaban de la tranquilidad de que el comité revisaría objetivamente la propuesta. Sin embargo, más allá de que pudiera ser cierto en la teoría, el debate sobre la transparencia del Comité de Transacción de PeopleSoft podía fundamentarse en varios puntos que ponían en tela de juicio su efectividad e imparcialidad en el análisis de la oferta de Oracle. A continuación, se presentan algunas consideraciones que argumentan por qué el funcionamiento de dicho Comité podría no haber sido completamente transparente.

En primer lugar, aunque el Comité estaba compuesto por directores independientes, estos miembros tenían intereses personales y profesionales que podían comprometer su capacidad para evaluar la oferta de forma imparcial. Además, la transparencia requería acceso a información objetiva y completa. Si el Comité no contaba con asesores independientes o no tenía acceso a información insesgada, su capacidad para tomar decisiones informadas se vería limitada. Esto podría generar desconfianza entre los accionistas sobre si se estaban considerando todos los aspectos de la oferta. Por último, si bien el Comité se formó para actuar de manera imparcial, las comunicaciones entre los miembros del Comité y la alta dirección, como Conway y Duffield, podrían haber afectado el proceso. Si los directores independientes estaban en contacto con la alta dirección, esto podría haber creado un ambiente donde las decisiones del Comité no fueran completamente autónomas.

Después de consultar con la gerencia y asesores, el Comité de Transacciones concluyó unánimemente que la oferta original de Oracle enfrentaría un prolongado escrutinio antimonopolio, con alta probabilidad de no obtener la aprobación necesaria, debido a la concentración en el mercado de software empresarial. Además, resolvió que los retrasos e incertidumbres derivados de la oferta, junto con la intención de Oracle de discontinuar productos clave, amenazaban significativamente el valor para los accionistas. También postuló que la naturaleza hostil de la oferta parecía diseñada para interrumpir el negocio de la Compañía y subestimaba su desempeño y oportunidades futuras. Por estas razones, el Comité determinó que la oferta no era en el mejor interés de los accionistas y recomendó a la junta directiva que instara a los accionistas a rechazarla. La junta coincidió con esta recomendación y decidió unánimemente rechazar el *bid* original.

El cuestionamiento hacia el Comité para evaluar la transacción debía realizarse a partir de sus determinaciones posteriores. Si la resolución final no se alineaba con lo que los accionistas consideraban beneficioso, podría interpretarse que el proceso no había sido tan transparente como se esperaba. El Comité rechazó numerosas veces la oferta de Oracle, aún cuando la misma resultaba cada vez más atractiva para el público inversor. Finalmente, terminó prevaleciendo la voluntad de Oracle y los accionistas de PeopleSoft, ya que más allá de los múltiples intentos de la junta directiva por detener la compra, la misma se terminó efectuando, lo que lleva a poner en tela de juicio sus verdaderas intenciones y motivaciones.

4.5.4. Demandas legales

Si bien PeopleSoft estableció mecanismos contractuales para protegerse de una oferta hostil, también tuvieron lugar una serie de reclamos formales ante la Justicia en su búsqueda de defensa. El primer mecanismo judicial establecido buscaba impedir la adquisición sustentándose en las supuestas malas intenciones de Oracle a raíz del reciente anuncio de fusión entre PeopleSoft y J.D. Edwards (JDEC). El día 13 de junio, a unos pocos días de recibida la oferta, JDEC presentó una demanda en Colorado y otra en California contra el *CEO* de Oracle Larry Ellison y el Vicepresidente Ejecutivo Chuck Phillips. La demandante reclamó \$1,7 billones en daños y perjuicios por mal comportamiento, acusando a Oracle de conducta ilícita y prácticas comerciales desleales para bloquear el acuerdo de fusión anunciado el 2 de junio. Adicionalmente, la compañía buscó conseguir una orden judicial para impedir cualquier intento de compra.

Un día después de la denuncia de JDEC, PeopleSoft también se presentó ante la Corte Superior del Condado de Alameda en California para obtener un requerimiento judicial con motivos de bloquear la oferta. Acusó a Oracle de una oferta de licitación falsa destinada a destruir el negocio de PeopleSoft y también reforzaba la interferencia en el acuerdo recientemente anunciado. Este contexto legal se convirtió en una pieza clave en la lucha de PeopleSoft por proteger su independencia, ya que la compañía

argumentó que la oferta de Oracle constituía una maniobra estratégica que podría desestabilizar el mercado y perjudicar a sus empleados, clientes y accionistas. La complejidad de estos litigios reflejaba la intensidad de la batalla que se libraba no solo en los tribunales, sino también en la percepción pública y en el ámbito empresarial (Clark, 2025).

En una segunda instancia, el acuerdo intentó bloquearse en vistas de un movimiento anticompetitivo. Éste se convirtió eventualmente en el principal argumento de PeopleSoft contra la fusión. La compañía optó por contratar a Gary Reback, un abogado conocido por su labor antimonopolio contra Microsoft, para liderar la campaña. Además, PeopleSoft alentó al Departamento de Justicia (*Department of Justice* o *DOJ*) a bloquear la transacción, alegando que la fusión disminuiría la competencia en el mercado de aplicaciones empresariales. Skip Battle, Director de PeopleSoft y presidente del Comité de Transacciones, llegó a confesar que “empujar por la revisión antitrust fue la mayor decisión que tomamos durante todo el proceso”. Esto en parte se debía a que, en caso de que se resolviera que la oferta supone una actitud monopólica, no habría lugar de apoyar la fusión posteriormente para PeopleSoft (Millstone & Subramanian, 2007).

El 26 de febrero de 2004, el *DOJ* junto con 7 estados presentaron una demanda para bloquear la transacción por razones antimonopolio, afirmando que la fusión de ambas empresas daría lugar a precios más elevados, menos innovación y menos opciones para los clientes. Este hecho provocó que Oracle retirara sus nominados para puestos en la junta directiva de PeopleSoft y desistiera del *proxy contest* que estaba empleando como estrategia ofensiva. Un mes más tarde, la Comisión Europea también objetó el acuerdo. La presión ejercida por las dos principales agencias de aplicación de la ley antimonopolio (*antitrust*) a nivel global evidenció la complejidad y seriedad de la situación y generó un ambiente de incertidumbre en torno a la viabilidad de la fusión. El ecosistema de software empresarial estaba en pleno desarrollo y tanto SAP como Oracle y PeopleSoft se destacaban como líderes en el sector, por lo que el argumento de PeopleSoft gozaba de una validez relativamente robusta.

El caso fue llevado ante el Tribunal de Distrito de los Estados Unidos para el Distrito Norte de California. Tras meses de litigio, finalmente el juez Vaughn R. Walker determinó que el *DOJ* no había demostrado que la fusión redujera significativamente la competencia. Este resultado fue un hito en el proceso legal, ya que sentó un precedente importante en cuanto a la interpretación de las leyes *antitrust* en el contexto de *M&A*. El respaldo a dicha resolución se lo dio la ampliación de la definición del mercado relevante, análisis que se desarrolla en mayor profundidad en la sección 4.7.3.1 *Motivos antimonopolio*. Al mes siguiente, la Comisión Europea alineó su resolución en consonancia con el *DOJ*, lo que consolidó aún más la posición de Oracle en el mercado.

La estrategia de PeopleSoft de utilizar el litigio antimonopolio como defensa dejó de ser viable, a lo que se sumaron una serie de eventos que transformaron el rumbo de la discusión. Durante el juicio en Delaware comenzado en octubre de 2004, el juez Strine instó a ambas partes a llegar a un acuerdo, expresando preocupación por las tácticas dilatorias y la falta de comunicación entre los ejecutivos. Además, un testimonio de Craig Conway, *CEO* de PeopleSoft, durante el proceso judicial reveló que había hecho declaraciones engañosas, lo que generó serias dudas sobre su integridad. Esta falta de transparencia resultó en su destitución y en la reincorporación de David Duffield, fundador de PeopleSoft y anterior *CEO*, quien facilitó la reanudación de las negociaciones entre partes. Estos factores propiciaron la contraoferta de PeopleSoft de \$26,50 dólares por acción, que finalmente fue aceptada, obligando a la *target* a ceder ante una oferta que había rechazado con firmeza durante meses.

4.5.5. *Parachutes*

Otra herramienta de defensa empleada por PeopleSoft fueron los “paracaídas” (*parachutes*), mecanismos diseñados para proteger a los empleados y ejecutivos en caso de un cambio de control. Este contexto suele originarse tras un *M&A*, que puede ir acompañado de una reestructuración de la empresa y, en muchos casos, una salida de los altos ejecutivos. Los *parachutes* sirven como un medio para asegurar que los directivos y otros empleados clave sean compensados adecuadamente, lo que puede ayudar a retener talento crítico y mantener la estabilidad operativa durante períodos de incertidumbre. En agosto de 2003, la junta directiva de PeopleSoft aprobó enmiendas a sus políticas de despido para ofrecer grandes pagos en efectivo a los altos ejecutivos en caso de cambio de control (“paracaídas dorados” o *golden parachutes*), así como indemnizaciones para todos los empleados (“paracaídas para empleados” o *tin parachutes*) (Millstone & Subramanian, 2007).

Golden parachutes

Al aumentar el costo de la adquisición para el adquirente, ya sea porque el *parachute* genera el nacimiento de un pasivo o bien el empleo de la caja de la compañía pagadora, sin que ello altere el precio ofrecido por el *bidder*, los paracaídas dorados pueden disuadir a posibles compradores hostiles al hacer que la oferta sea menos atractiva. Al mismo tiempo, si la oferta “factorea” el impacto del *parachute*, el precio ofrecido luciría menos atractivo para los accionistas de la *target*. Al momento de destitución como *CEO* y renuncia a la junta tras sus declaraciones públicas engañosas, Conway recibió un paquete de indemnización de \$13,7 millones de dólares. Ello implicó la salida de un ejecutivo que podría haber resultado costoso ante el cambio de control, debilitando relativamente al paracaídas como mecanismo disuasorio de la compra.

La incorporación de este mecanismo *antitakeover* puede tener tanto ventajas como desventajas. Entre las ventajas, se encuentra la protección de los ejecutivos, ya que los paracaídas dorados brindan una red de seguridad a los altos ejecutivos en caso de un cambio de control, lo que puede ayudar a retener talento clave durante períodos de incertidumbre. Además, pueden servir como un incentivo para que los ejecutivos consideren ofertas de adquisición de manera más objetiva y no se opongan automáticamente a ellas por temor a perder su posición o compensación. Entre las desventajas, se destaca que los *golden parachutes* pueden resultar muy costosos si se ofrecen condiciones demasiado favorables para los ejecutivos, lo que podría afectar la rentabilidad y el valor para los accionistas. A su vez, la seguridad financiera que provee al directorio puede disminuir su motivación para maximizar el rendimiento de la empresa y priorizar su seguridad personal, sabiendo que está protegido en caso de un cambio.

Tin parachutes

Los paracaídas dorados eran una herramienta comúnmente utilizada, mientras que la protección con indemnizaciones para el resto de los empleados era menos frecuente. En caso de una adquisición, los empleados con un *tin parachute* recibirían algún tipo de compensación frente al despido, aunque no sería tan generosa como los beneficios proporcionados bajo un paracaídas dorado. Esta disposición estaba diseñada para proteger a los empleados de la pérdida repentina del empleo y proporcionarles cierta seguridad financiera durante un período de transición. En transacciones de gran tamaño esta defensa puede resultar insuficiente, dado que el impacto en la oferta puede resultar marginal.

Entre las ventajas del *tin parachute*, se puede contemplar la retención de talento, ya que la seguridad financiera provoca que los empleados sean menos propensos a abandonar la empresa ante la

incertidumbre. También puede ayudar a preservar la cultura organizacional y minimizar la disrupción de la organización. No obstante, la implementación del *tin parachute* puede resultar sumamente costosa para la empresa adquirente, especialmente si se activa para todos los empleados. Esto podría afectar la rentabilidad y los recursos disponibles para otras áreas. Considerando que la implementación fue al poco tiempo de iniciado el ataque hostil, es probable que PeopleSoft implementara todas las herramientas a su alcance para encarecer excesivamente la transacción.

4.6. Comportamiento de Oracle

El enfrentamiento entre Oracle y Peoplesoft fue uno de los más tensos en el ámbito de ofertas hostiles de principios de siglo. Son pocos los casos que tuvieron tan extensa duración e incertidumbre sobre el desenlace de los hechos. Por un lado, puede argumentarse que las estrategias de defensa y llegada a los medios por parte de PeopleSoft fueron lo suficientemente efectivas para dilatar la adquisición – a pesar de que finalmente no fueran disuasorias. Por otro lado, puede sostenerse que Oracle mantuvo un comportamiento débil que influyó negativamente en la credibilidad de su propuesta –aunque luego se destacó por su perseverancia. Desde un inicio, la oferta inicial de \$16 dólares por acción transmitió un mensaje que los analistas de mercado juzgaron poco serio.

El hecho de anunciar una oferta ya tenía el potencial de afectar negativamente al negocio de PeopleSoft, y la compañía objetivo utilizó dicho argumento para desestimar una verdadera intención de compra por parte del adquirente. En caso de que la voluntad de Oracle hubiera sido genuina desde un inicio, pueden ensayarse dos explicaciones a su forma de actuar. En primer lugar, Oracle podría haber preferido exhibir un perfil más moderado, a diferencia de la postura combativa que tomó PeopleSoft, lo cual expuso su posición en menor medida en el ámbito mediático. En segundo lugar, Oracle optó por tener la disputa a través de canales formales que eran más extensos para su determinación. Un claro ejemplo fue la demanda presentada por Oracle en el Tribunal de Delaware, donde el adquirente buscó eliminar la píldora venenosa de PeopleSoft e impedir que se continuara implementando el *CAP*.

El juicio en Delaware inició el 4 de octubre de 2004. En ese entonces, el juez Strine, encargado de llevar la causa, evaluó el uso de la píldora venenosa por parte de PeopleSoft bajo el *Unocal test* descrito en la sección 3.3.2.1.1. *Poison pill*. La mayoría de los comentarios públicos se centraron en la segunda parte de esta prueba, que se refiere al requisito de razonabilidad, y predecían que Strine probablemente no invalidaría la píldora, dado el historial de casos en Delaware donde se había considerado qué se entendía por “razonable”. Sin embargo, algunos se enfocaron en la primera parte, que trata sobre el requisito de “amenaza”, argumentando que las amenazas típicamente respaldadas por los tribunales de Delaware no aplicaban en este caso. Un asesor legal de un importante accionista de PeopleSoft estimó que había un 70% de probabilidad de que Strine obligara a PeopleSoft a redimir su píldora (Millstone & Subramanian, 2007).

El *CAP* también planteaba interrogantes interesantes y novedosos sobre la ley corporativa. La primera cuestión era si el *CAP* representaba en absoluto una defensa contra una toma de control. Oracle argumentaba que este programa funcionaba de manera similar a una píldora venenosa y, por lo tanto, debía estar sujeto al *Unocal test*, mientras que PeopleSoft sostenía que el *CAP* tenía como objetivo asegurar a los clientes y proteger el negocio y, por ende, estaba sujeto exclusivamente a la revisión del criterio empresarial. Este último era un principio de derecho corporativo que establecía que los tribunales debían respetar las decisiones empresariales de la junta directiva de una compañía, siempre que esas decisiones se tomaran de “buena fe”, de manera informada y en el mejor interés de la empresa y sus accionistas. Este estándar buscaba proporcionar a los directores un margen de maniobra en la toma de decisiones, evitando la interferencia judicial en asuntos que eran inherentemente comerciales.

Las estrategias de defensa implementadas por PeopleSoft confirieron a la compañía un poder de negociación considerable. La activación de la píldora tras la aceptación de venta de los accionistas de PeopleSoft resultaría en una notable dilución de la posición de Oracle. Sin embargo, la herramienta más efectiva y controvertida era el *CAP*. En primer lugar, era un caso sin precedentes. Al ofrecer a los clientes una garantía de devolución de dinero, PeopleSoft demostraba confianza en la sostenibilidad de sus productos y generaba retención en su base de clientes. Esta estrategia no solo blindaba a la empresa contra una posible adquisición, sino que también establecía un estándar en el mercado de protección a su clientela que otros competidores no replicarían. Cualquier intento de Oracle de adquirir PeopleSoft tendría que considerar las repercusiones económicas y el efecto en reputación por el hecho de discontinuar o reducir el soporte a los clientes activos de la compañía objetivo.

En segundo lugar, el *CAP* creaba una carga financiera considerable, ya que el programa se había ido modificando para lograr un alcance e impacto cada vez mayor. Esta característica no solo complicaba la viabilidad financiera de la operación para Oracle, sino que también lo colocaba en una posición desfavorable frente a los accionistas de la target y el mercado. Si Oracle decidía seguir adelante con la adquisición y luego incumplía con las expectativas de soporte y servicio prometidas a los clientes de PeopleSoft, se enfrentaría a la presión financiera de las obligaciones comprendidas por el *CAP*. Esto aumentaba el riesgo asociado con la compra y podía disuadir a los inversores de apoyar la transacción. En esencia, el *CAP* transformaba la adquisición en una empresa más riesgosa y menos atractiva para Oracle, lo que le daba a PeopleSoft una ventaja crucial en sus esfuerzos por mantener el control.

Un primer interrogante era si el *CAP* era, efectivamente, una defensa contra una toma de control. Otro giraba en torno a la razonabilidad, ya que era cuestionable que una potencial contingencia que totalizaba \$3,5 mil millones fuera razonable en relación con la amenaza planteada. Por último, era cuestionable que impedir la adquisición a toda costa estuviera en el mejor interés de los *stakeholders*. De hecho, la oferta había sufrido modificaciones en diversas oportunidades y una de ellas había sido a la baja, lo cual estaba en línea con la evolución del activo en mercado en ese momento y podría haber frustrado la operación en el futuro. Sin embargo, a medida que avanzó el tiempo, las circunstancias comenzaron a favorecer la conclusión de la adquisición.

En noviembre de 2004, Oracle lanzó la operación denominada *Bump and rush*, donde realizó una oferta pública de adquisición por \$24 dólares la acción. Tuvo un 60% de adhesión, lo que implicaba que la mayoría de los accionistas habían ofrecido vender sus acciones a dicho precio. En ese contexto, lo que se interponía en la operación era la píldora venenosa. Ante ello, Oracle se presentó en Delaware y pidió al juez que evaluara eliminar la píldora para que los accionistas pudieran vender sin las consecuencias de dilución drástica del instrumento. Dado que era extremadamente poco común que una píldora se retirara, probablemente debieran ir por un mecanismo alternativo. El hecho de tener adhesión en la OPA sugería que los accionistas a favor les darían su voto en caso de entrar en un *proxy contest*.

Al igual que la píldora venenosa, el *CAP* formaba parte de la discusión del juicio en Delaware, pero la evaluación giraba en torno a la continuidad de ese tipo de contratos a futuro. Aquellos ya instalados en los contratos de PeopleSoft no se dejarían sin efecto. No obstante, el *CAP* no fue visto por Oracle como un impedimento para la adquisición. Si bien el *hostile bidder* no podía dar ninguna garantía sobre el resultado final de un litigio, consideraba que tendría defensas sustanciales con respecto a la legalidad y aplicabilidad de las disposiciones del contrato *CAP* en respuesta a cualquier reclamo que solicitara el pago de Oracle bajo los términos del *CAP*. Adicionalmente, estaba determinado en tomar medidas exhaustivas para asegurar a los clientes que tenían la intención de continuar desarrollando y apoyando las líneas de productos PeopleSoft y J.D. Edwards (PeopleSoft, 2007).

Previo a la resolución del litigio, Oracle fue contactado por un representante de PeopleSoft quien indicó que la Junta estaba interesada en resolver el asunto y negociar un acuerdo. El Comité de Adquisiciones de

Oracle y la Junta se reunieron y las partes fueron finalmente capaces de firmar un acuerdo. Como parte de la consumación de esta fusión se desestimaron los litigios pendientes entre ambas empresas.

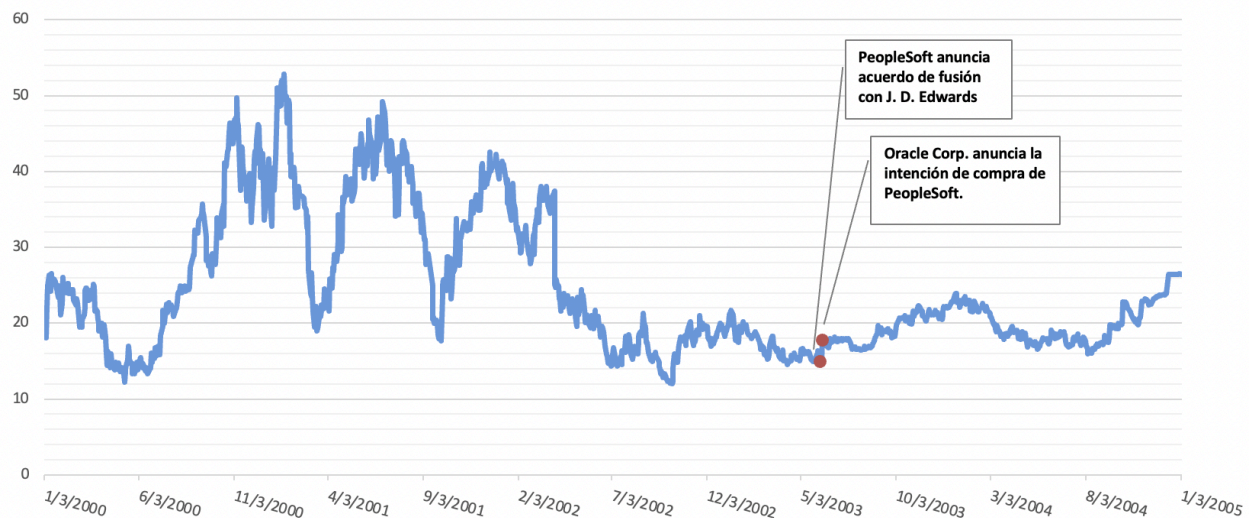
4.7. Análisis de la adquisición

4.7.1. Evolución del precio de la acción – hitos relevantes

Una vez introducido el caso, analizado el racional de la oferta hostil y la defensa *antitakeover* de PeopleSoft, resulta interesante evaluar la valoración de PeopleSoft desde un punto de vista cuantitativo. En particular, merece la pena entender el comportamiento de la acción e identificar aquellos eventos clave que hayan tenido un impacto en la cotización de mercado de la compañía objetivo, entendiendo que los agentes económicos incorporan rápidamente la información disponible para actualizar su percepción de valor sobre una compañía. Teniendo en cuenta que se trata de una empresa pública, es posible hacer un seguimiento del precio por acción para llegar a una valuación de la empresa previa a la oferta y durante los meses de disputa.

Gráfico 1

PeopleSoft - Precio por Acción (Diario)(\$)



Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

En el Gráfico N°1 se puede observar que la cotización de PeopleSoft fue más volátil en los 2 años previos a la lucha hostil. Pueden ensayarse múltiples respuestas ante este fenómeno. Por un lado, se trató de un período de alta volatilidad para el mercado de las Tecnologías de la Información (*Information Technology* o *IT*). El boom de las puntocom a finales de la década de 1990 y principios de 2000 se caracterizó por un rápido crecimiento e inversión en empresas de tecnología e Internet, impulsado por la popularización y masificación de la red. Se recibieron grandes inversiones de capital de riesgo, generando una disparada en la cotización de las compañías del sector debido a las expectativas optimistas. Sin embargo, el boom terminó en un colapso entre los años 2000 y 2001, afectando a muchas empresas tecnológicas, incluidas aquellas como PeopleSoft, cuando la desilusión de los inversores y una recesión económica llevaron a numerosas quiebras.

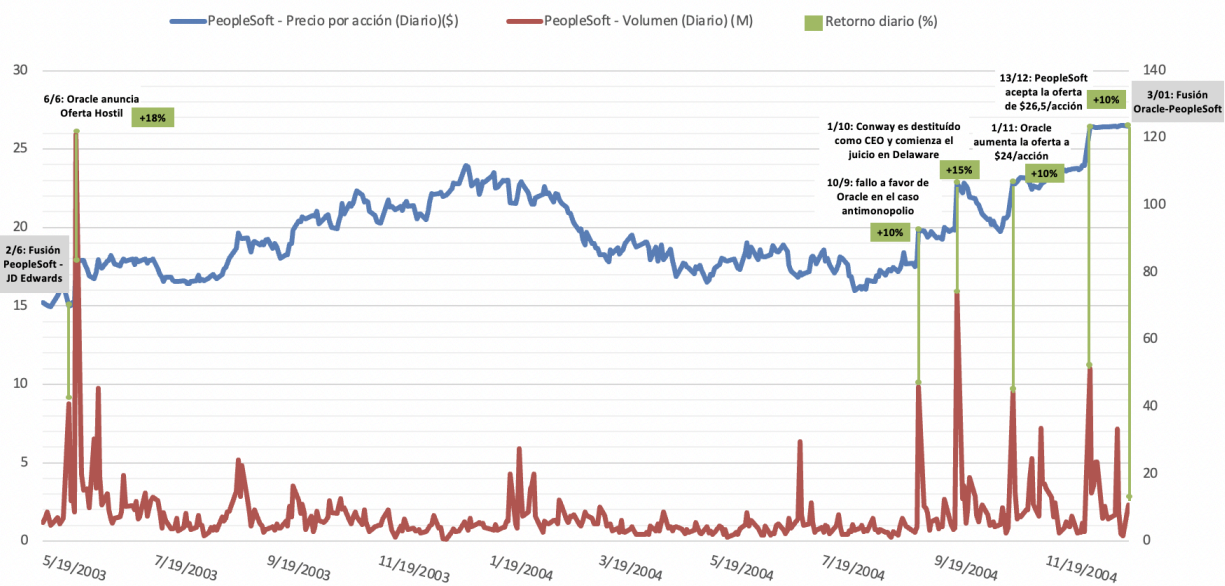
Por otro lado, se trató de un período de crecimiento de la demanda de software de Planificación de Recursos Empresariales (*Enterprise Resource Planning* o *ERP*), ya que las compañías estaban invirtiendo fuertemente en sistemas de software que integraran diversas funciones y procesos en una única plataforma, y PeopleSoft se presentaba como uno de los principales proveedores del sector. A medida que este mercado se fue afianzando, el precio de la acción cobró mayor estabilidad. Parte de dicha consolidación la presidió PeopleSoft con la conclusión de compra de J.D. Edwards en julio de 2003 aunque, en medio de dicha transacción, fue objeto de la oferta hostil de Oracle que más adelante consolidó a dos de las empresas líderes en el sector de software empresarial.

Más allá de ser un momento con menores fluctuaciones en términos relativos donde se estaban sentando las bases para un crecimiento sostenible de la industria tecnológica, fue un período de gran incertidumbre sobre el futuro de PeopleSoft. Dentro de los movimientos bruscos, cabe resaltar 5 momentos donde la acción experimentó una variación diaria de al menos 10%. En todas las ocasiones, los ajustes fueron al alza y experimentaron un alto volumen operado. Dichos eventos fueron los siguientes:

1. El anuncio de la oferta hostil de Oracle a PeopleSoft.
2. El fallo del juez Vaughn R. Walker en favor de Oracle en el caso antimonopolio, contradiciendo al Departamento de Justicia.
3. La destitución de Craig Conway, *CEO* de PeopleSoft, y el inicio al juicio en Delaware por la remoción de la píldora venenosa de PeopleSoft y el fin del *CAP*.
4. El lanzamiento de la operación *Bump and rush*, aumentando la oferta de Oracle de \$21 a \$24 dólares por acción.
5. La aceptación de PeopleSoft de la propuesta de compra de Oracle.

Gráfico 2

Hitos que acompañaron grandes variaciones de precio



Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

El primero de ellos fue el anuncio de la oferta hostil. Si bien la fusión entre PeopleSoft y J.D. Edwards generó convulsión en el mercado, la reacción ante la propuesta de Oracle fue más contundente. Se trataba de dos compañías exitosas en el ámbito de software empresarial y dicha fusión representaba una maniobra de consolidación sin precedente. En efecto, la acción aumentó un 18% en un día, pasando de \$15,11 a \$17,82 dólares por acción y cotizando al cierre un 11% por encima del precio del *bid*, y el volumen operado también fue el mayor del período.

La propuesta en sí fue altamente cuestionada por PeopleSoft, quien salió apresuradamente a decir que, a juzgar por las características de la oferta, Oracle no tenía intenciones genuinas en comprar el activo. De hecho, la compañía objetivo apeló a las particularidades del mercado de software empresarial para remarcar que el anuncio de compra hostil ya generaba un efecto desestabilizante que Oracle podría usar en su favor, cuestionando la honestidad de la propuesta. Esta misma postura fue adoptada por analistas del sector, quienes parecían estar de acuerdo con que la oferta de Larry Ellison, fundador y *CEO* de Oracle, no era seria, pero que de algún modo podían generar confusión e incertidumbre y caos entre clientes y empleados de PeopleSoft y J.D. Edwards (Millstone & Subramanian, 2007).

Los cambios diarios bruscos se reactivaron a medida que la adquisición se volvió más tangible, a 15 meses de la oferta inicial. El 10 de septiembre de 2004, un juez falló a favor de Oracle en el caso antimonopolio y la acción registró un incremento del 10% en su cotización. Si bien el Departamento de Justicia había realizado un análisis de bienestar en un mercado donde competían SAP, Oracle y PeopleSoft, y concluido que la fusión disminuía el bienestar general, se alzaron cuestionamientos sobre la definición de mercado alcanzable. Cuando éste se redefinió de una manera más amplia, dicho análisis teórico perdió contundencia, aumentaron las probabilidades de concretar una adquisición y la acción registró el mayor volumen operado tras la oferta inicial.

Una seguidilla de eventos acompañaron la tercera suba repentina, en torno al 15%, el 1 de octubre de 2004. El día anterior, Craig Conway fue destituido como *CEO* tras hacer declaraciones públicas engañosas y asumió David Duffield, en su lugar. Para ese entonces, el Departamento de Justicia había decidido no apelar al veredicto *antitrust*, por lo que el frente legal abierto se limitó al juicio en Delaware. Oracle había presentado una demanda en la Corte de Cancillería de Delaware solicitando la eliminación de la píldora venenosa de PeopleSoft y una orden judicial para detener el *CAP* (Millstone & Subramanian, 2007).

Es probable que el factor determinante de esta suba fuera la destitución de Conway, quien había expresado en múltiples ocasiones que PeopleSoft jamás se vendería a Oracle (*We'll never sell to those guys*) (Millstone & Subramanian, 2007, p.7). Su postura irracional y poco transparente frenaba las expectativas de fusión. En cambio, el regreso de David Duffield, fundador de PeopleSoft y anterior *CEO*, daba una señal de mayor apertura. Adicionalmente, la decisión del Departamento de Justicia de no apelar el veredicto antimonopolio pudo haber reducido la incertidumbre legal en torno a la factibilidad de la operación, teniendo un impacto favorable en la percepción del mercado.

Los dos últimos movimientos bruscos giraron en torno a las propuestas de Oracle, mucho más factibles en su ejecución dado el nuevo panorama. El cuarto fue el día 1 de noviembre de 2004, cuando Oracle lanzó una operación que los analistas denominaron *Bump and rush*, modificando la oferta de \$21 a \$24 la acción. La compañía también declaró que sería su mejor oferta y que sería final. La intención era volver la oferta más atractiva para los accionistas y “empujar” a la junta directiva de PeopleSoft a reconsiderar la oferta. Además, le dieron a los accionistas 19 días para tomar una decisión. Si no aceptaban la propuesta, Oracle levantaría la oferta (Millstone & Subramanian, 2007). Ese día, la acción pasó de \$20,77 a \$22,93, incrementando en un 10%, pero aún sin llegar a los \$24 debido a que aún existía un riesgo de *closing*.

Finalmente, el último salto discreto de gran magnitud, superior al 10%, se produjo el 13 de diciembre, cuando Oracle aceptó formalmente la propuesta de compra a \$26,50 por acción. Ese día, el precio de las

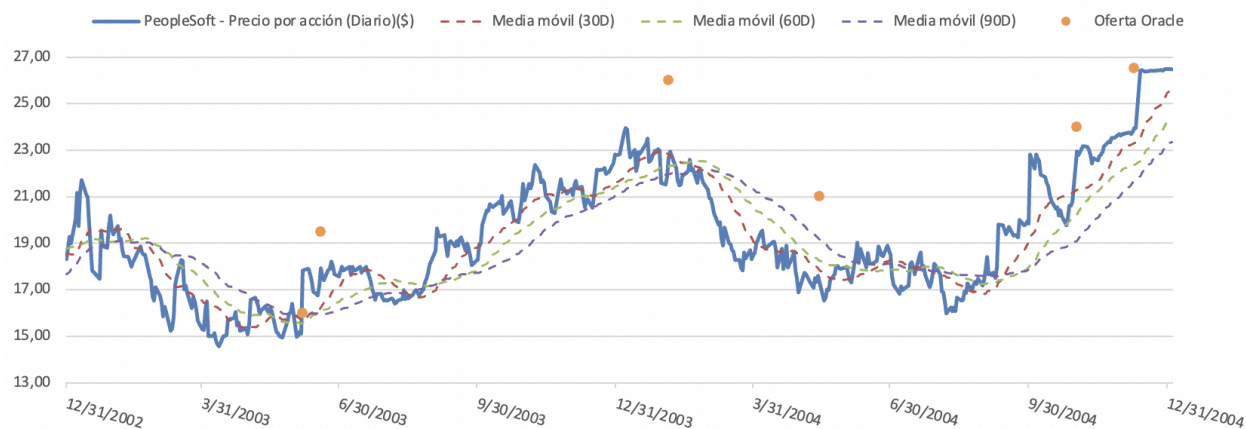
acciones pasó de \$23,95, que se alineaba con la oferta anterior de \$24 por acción, a \$26,42, acercándose prácticamente al precio acordado. Este movimiento significativo en el valor de las acciones sugiere que las expectativas del público inversor no se ajustaron completamente sino hasta que se hizo el anuncio formal de la aceptación de la oferta. La respuesta del mercado estuvo alineada al alto grado de escepticismo que circuló entre los inversores durante un período prolongado de incertidumbre.

4.7.1.1. Efecto de los anuncios de Oracle

Oracle presentó una oferta en 6 ocasiones, modificando la propuesta original al alza en 4 oportunidades y a la baja en una. Safra Catz, Co-Presidente de Oracle, manifestó durante las negociaciones que consideraba que ellos mismos estaban provocando una suba del *stock* a medida que incrementaban su oferta por la compañía (Millstone & Subramanian, 2007). Bajo dicha premisa, resultaría lógico que las ofertas precedieran a los movimientos de la acción. El Gráfico N°3 expone el contraste entre la evolución del precio diario, la media móvil de 30, 60 y 90 días de la acción de PeopleSoft, y las ofertas de Oracle. Con excepción de la conclusión de compra, no parecería ser que Oracle estuviera anclando expectativas con respecto al precio de la acción. Incluso los movimientos de mercado aparentan anteceder los cambios en la oferta de Oracle.

Gráfico 3

Ofertas Oracle y Evolución del Stock de PeopleSoft



Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

Además de observar la evolución del stock en el período en consideración, resulta relevante establecer un *ranking* del impacto diario en el precio de la acción a partir de las variaciones diarias en cotización ante los anuncios de Oracle, disponibles en la Tabla N°7. A partir de ello, se evidencia que el mayor impacto fue causado por el efecto sorpresa de la oferta inicial. Luego, le siguió un período de relativa calma. Si bien Oracle realizó una serie de modificaciones a su oferta inicial y la acción fluctuó, ninguna variación diaria fue mayor al 10% sino hasta más avanzada la discusión. A los pocos días de la oferta inicial, el 18 de junio, Oracle ajustó su propuesta al alza en un 22%, mejorando la prima respecto de la cotización media de los últimos 30, 60 y 90 días. En esa oportunidad, la acción incrementó un 5%.

Tabla 7

Impacto diario en el precio de la acción de Oracle ante los anuncios de Oracle

Oferta de Oracle	\$ 16,00	\$ 19,50	\$ 26,00	\$ 21,00	\$ 24,00	\$ 26,50
Fecha	06/06/2003	18/06/2003	04/02/2004	14/05/2004	01/11/2004	13/12/2004
Cotización (cierre día ant.)	\$ 15,11	\$ 17,15	\$ 21,89	\$ 17,61	\$ 20,77	\$ 23,95
Cotización (cierre)	\$ 17,82	\$ 17,93	\$ 22,70	\$ 17,30	\$ 22,93	\$ 26,42
Cotización promedio (últ. 30D)	\$ 15,75	\$ 16,23	\$ 22,83	\$ 17,83	\$ 21,29	\$ 23,50
Cotización promedio (últ. 60D)	\$ 15,59	\$ 16,07	\$ 22,28	\$ 18,25	\$ 20,23	\$ 22,51
Cotización promedio (últ. 90D)	\$ 15,85	\$ 15,94	\$ 21,96	\$ 19,15	\$ 19,10	\$ 21,89
Var. sobre la oferta anterior	-	22%	33%	-19%	14%	10%
Prima sobre cotización (cierre día ant.)	6%	14%	19%	19%	16%	11%
Prima sobre cotización (media últ. 30D)	2%	20%	14%	18%	13%	13%
Prima sobre cotización (media últ. 60D)	3%	21%	17%	15%	19%	18%
Prima sobre cotización (media últ. 90D)	1%	22%	18%	10%	26%	21%
Var. diaria en el precio de la acción	18%	5%	4%	-2%	10%	10%
Ranking impacto en precio de la acción	(1)	(4)	(5)	(6)	(2)	(3)

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

Oracle realizó una tercera propuesta al alza el día 4 de febrero de 2004. La misma fue de \$26 por acción, representando un 33% de incremento respecto de la propuesta anterior. En dicha ocasión, la acción cerró 4% por encima de la cotización del día anterior pero lo hizo a un precio de \$22,70, un 13% por debajo del nuevo *bid*. Tres meses más tarde, el 14 de mayo, la cuarta modificación fue a la baja, aludiendo a un cambio en las condiciones de mercado. La compañía había mostrado signos de declive en facturación y el activo había empezado a ser castigado, a pesar de lo cual la oferta aún tenía una prima respecto de la cotización de mercado y la media móvil de los últimos 30 a 90 días.

En definitiva, Oracle realizó una serie de ofertas intermedias más atractivas que no se siguieron de un efecto inmediato en precio de gran magnitud. En este contexto, es plausible que las estrategias de defensa de PeopleSoft jugaran un rol fundamental. Además de sus manifestaciones en la prensa desde los inicios, PeopleSoft también activó los mecanismos descritos que fueron, a ojos de los inversores, lo suficientemente fuertes como para generar la percepción de que la fusión no se materializaría. A ello se le sumó la demanda antimonopolio presentada por el Departamento de Justicia en febrero de 2004. Si la misma resultaba favorable y se impedía la adquisición, lo sucesivo era pensar a PeopleSoft como una compañía independiente.

El impacto se reanudaría a medida que la veracidad de la operación tomaba lugar. La segunda variación con mayor impacto fue la operación de *Bump and rush* en noviembre de 2004, incrementando el precio de la acción en un 10% ante un aumento en el precio de la oferta del 14%. En esa misma línea estuvo la última variación – tercera en orden de magnitud – cuando finalmente se modificó de \$24 a \$26,50 dólares por acción y se aceptó la compra de PeopleSoft, representando un 10% tanto de variación diaria en el precio de la acción como de variación sobre la oferta previa.

4.7.1.2. Efecto de las resoluciones judiciales

En el caso Oracle vs. PeopleSoft, la vía judicial tuvo un rol fundamental para el desenlace de la operación. Desde un inicio, se levantaron cuestionamientos por ambas partes. Fundamentalmente, PeopleSoft apeló a la campaña *antitrust*, mientras que Oracle cuestionó la validez de los mecanismos de defensa *antitakeover* de la compañía objetivo. Eventualmente, los fallos judiciales no sólo validaron la posición de Oracle, sino que también desestabilizaron la defensa de PeopleSoft, lo que llevó a una reevaluación significativa de su

valor por parte de los inversores. La Tabla N°8 expone diversos aspectos que justifican por qué los fallos judiciales pudieron haber tenido mayor relevancia en comparación con otras medidas ofensivas o defensivas de las partes involucradas, junto con sus aplicaciones prácticas.

Tabla 8

Potencial efecto de las resoluciones judiciales en el resultado de la adquisición

Aspecto	Justificación	Aplicación
Impacto directo en la estrategia	Influyen directamente en la estrategia empresarial y la toma de decisiones.	La derrota de PeopleSoft en el litigio antimonopolio significó el fracaso de su principal línea de defensa ante la adquisición, llevando a la empresa a repensar su postura frente a la oferta de Oracle.
Credibilidad y confianza del mercado	Son vistas como evaluaciones objetivas de la situación.	La victoria de Oracle en la causa <i>antitrust</i> validó la percepción del mercado sobre la viabilidad de la fusión.
Percepción de riesgo y valoración	Alteran la percepción del riesgo asociado con una empresa.	La derrota de PeopleSoft en el caso antimonopolio incrementó la percepción de riesgo de adquisición entre los inversores y mayor dificultad de PeopleSoft para mantenerse independiente.
Reacciones del competidor y del mercado	Desencadenan reacciones en cadena.	El fallo en favor de Oracle contradiciendo al <i>DOJ</i> por la causa antimonopolio fue seguido de la validación de la Comisión Europea, quien, en consonancia, amplió su definición del mercado relevante.
Contexto de desarrollo del mercado	Tienen peso considerable en un sector en rápida evolución	La definición del mercado relevante en el contexto del litigio <i>antitrust</i> estableció un precedente fundamental que influyó en determinaciones futuras.

Fuente: Elaboración propia

4.7.2. Panorama competitivo

La definición de un mercado relevante era clave para determinar el impacto de la fusión de Oracle y PeopleSoft a nivel competitivo. Los clientes elegían a su proveedor en función de diversos factores, entre ellos su tamaño, industria, organización interna, presencia global, etc. Oracle, líder en el negocio de bases de datos empresariales, competía como tercera fuerza en el mercado de proveedores de software que las empresas usaban para manejar sus finanzas, recursos humanos, ventas y relación con clientes. SAP era la principal compañía en la industria de software empresarial y PeopleSoft era la segunda. Este mismo panorama interpretó inicialmente la Comisión Europea a la hora de desarrollar un modelo de bienestar del consumidor tras el anuncio de la oferta de Oracle, aunque posteriormente amplió su alcance a otros competidores (Bengtsson, 2005).

Ante un clima combativo de consolidación, resulta interesante analizar el rol que cumplió SAP y su comportamiento en materia de precios y clientes. En particular, surgen algunos interrogantes: *¿Por qué SAP no trató de competir por PeopleSoft? ¿Tomaron alguna medida tras el anuncio de intención de compra? ¿Imaginaban una forma más eficiente de alocar capital, quizás en línea con sus adquisiciones anteriores?*

SAP es una empresa multinacional alemana, conocida fundamentalmente por su software *ERP*, el cual ayuda a las compañías a gestionar y automatizar los procesos del negocio. Oracle, PeopleSoft y SAP competían en la cobertura de software para la gestión financiera y de recursos humanos de las grandes organizaciones. Según manifestaron en el 20-F (2003), la adquisición de J.D. Edwards por PeopleSoft alteró el equilibrio entre los principales proveedores de software empresarial, y el intento de adquisición hostil por parte de Oracle provocó una considerable inseguridad en el mercado que aumentó la presión sobre los precios. En ese contexto, SAP optó por no entrometerse en el conflicto. En cambio, acudió a estrategias de marketing para capitalizar la incertidumbre generada por la batalla entre ambas compañías.

Además, ellos mismos podrían convertirse en proveedores preferenciales a largo plazo, estableciendo relaciones que se basaran en la confianza. Leo Apotheker, miembro del consejo de SAP y director de operaciones globales, no solo expresó que su empresa no se sentía amenazada por los acuerdos entre Oracle-PeopleSoft o PeopleSoft-J.D. Edwards, sino que también los consideró como una oportunidad para atraer talento experimentado de PeopleSoft, el cual podría estar inquieto respecto a su futuro en la organización. Adicionalmente, si bien se analizaron las ventajas que proporcionaba una fusión en términos de escala en este mercado en particular, Apotheker consideraba que la ejecución de una adquisición hostil de empresas de software resultaba difícil.

Además, a diferencia de Oracle que quedaba posicionado como un distante número tres (*distant number three*), SAP gozaba de una buena posición en el mercado relevante (Apotheker, 2003). En lo que respecta al crecimiento inorgánico, Oracle tenía una estrategia agresiva de expansión a través de adquisiciones –lo cual continuó demostrando con las sucesivas compras de competidores relevantes–. SAP, por su parte, se caracterizó por una dinámica distinta de colocación de capital, optando por transacciones de *M&A* de menor escala y grandes esfuerzos en desarrollos propios. Sin embargo, aún considerando que SAP se manifestó neutral respecto de la fusión entre Oracle-PeopleSoft (Evers, 2004), la compañía nunca alejó la mira de su competencia.

Un día después de que Oracle anunciara su primera iniciativa como empresa fusionada, SAP lanzó un nuevo servicio de mantenimiento y migración para clientes que usaban aplicaciones de PeopleSoft y J.D. Edwards. Esta oferta, llamada *SAP Safe Passage*, extendió el soporte a los productos de PeopleSoft y J.D. Edwards. Adicionalmente, SAP propuso incentivos a los clientes que decidieron migrar completamente a sus sistemas. El programa se dirigió a aquellos que tenían dudas sobre cómo los atendería Oracle-PeopleSoft. Según estimaban, SAP contaba con aproximadamente 2.000 clientes que corrían aplicaciones de PeopleSoft o J.D. Edwards en sus sistemas y pudo apalancarse en su adquisición de TomorrowNow Inc. para ofrecer servicios de mantenimiento y soporte para dichos productos (Blau, 2005).

Otros competidores de menor escala como Siebel Systems interpretaron esta tendencia hacia la consolidación de la industria como una amenaza a sus propios resultados operativos. Dicha evolución daba lugar a competidores más fuertes que estarían en mejores condiciones para competir como proveedores para los clientes (Siebel Systems, 2005). La posición y liquidez de Oracle le permitieron continuar apostando a nuevas adquisiciones como parte de su estrategia corporativa y, efectivamente, tuvieron un impacto en la continuidad del negocio de este competidor, sobre el cuál se profundiza en la sección 4.7.5. *Impacto económico en el acercamiento hostil*. En pocas palabras, en septiembre de 2005, Oracle entró en un Acuerdo Definitivo de Fusión para adquirir Siebel Systems. La transacción enfrentó

menos complicaciones que la de PeopleSoft, en parte por tener un tono amigable, y permitió a Oracle continuar afianzando su posición como líder en el sector de software empresarial.

4.7.3. Impacto en usuarios

El impacto en los usuarios es un aspecto crucial de la adquisición entre Oracle y PeopleSoft que merece un análisis detallado por dos motivos principales. En primer lugar, si se demostraba que la fusión impactaba negativamente en los usuarios, afectando su bienestar general y la calidad del servicio, esto podía dar lugar a la intervención regulatoria y, potencialmente, bloquear la transacción por razones antimonopólicas. Esto es especialmente cierto en industrias donde fomentar la competencia es fundamental para mantener precios justos y habilitar la elección del consumidor. En segundo lugar, si la transacción se autorizaba, surgía un gran interrogante sobre el efecto que tendría la fusión de ambas empresas de software empresarial en la continuidad de sus respectivos servicios. En particular, la preocupación radicaba en cómo la consolidación afectaría la disponibilidad y el soporte de las soluciones que ya utilizaban y qué impacto tendría el *CAP*.

4.7.3.1. Motivos antimonopolio

Inicialmente, se atendió la preocupación de que la adquisición fuera anticompetitiva. Un análisis elaborado por la Dirección General de la Competencia de la Comisión Europea se propuso cuantificar el impacto en los usuarios al simular los efectos de la fusión en precios y en el excedente del consumidor. Para ello, utilizó un modelo de subasta sellada que consideró adecuado por las características específicas del mercado de software empresarial y tuvo en cuenta a SAP, Oracle y PeopleSoft como las tres compañías comprendidas en el mercado relevante. Dicho modelo tuvo una fuerte influencia en la interpretación inicial de la transacción, y el mismo fue sometido a amplias discusiones. Entre las principales conclusiones del análisis, el modelo predijo que la reducción de tres a dos proveedores podría tener un efecto sustancial tanto en los precios como en el excedente del consumidor.

En un escenario simétrico – donde los tres productos tenían la misma calidad promedio –, la fusión podía llevar a un aumento del 50% en los precios y una disminución del 9% en el excedente del consumidor. Adicionalmente, el análisis contemplaba casos asimétricos que reflejaban las condiciones del mercado de soluciones de recursos humanos (*HR*) y sistemas de gestión financiera (*FMS*). En el caso de *HR*, la pérdida en el bienestar del consumidor sería significativa incluso en el escenario más optimista, con una disminución del 15,5% al 37,8% en el excedente del consumidor, dependiendo del nivel de incertidumbre y de si Oracle podía mejorar la calidad de su producto *HR*. En el caso de *FMS*, la fusión también perjudicaría significativamente a los consumidores, incluso con eficiencias sustanciales, con una reducción del 17,9% al 25,2% en el excedente del consumidor (Bengtsson, 2005).

Según remarcaba la Dirección General de la Competencia, no sólo era importante el efecto en precios sino también la pérdida de variedad para los consumidores. El modelo capturaba el valor real de una transacción para el cliente y mostraba que la pérdida de variedad no se reflejaría en una medida de precio ajustada por calidad, sino únicamente al medir el excedente del consumidor. Si se hubiera constatado que el mercado de referencia solo comprendía a Oracle, SAP y PeopleSoft –incluso teniendo en cuenta las posibles eficiencias que pudieran surgir de la adquisición, como la combinación de las fortalezas complementarias de los dos productos–, el modelo predecía una disminución significativa del bienestar del consumidor. Pese a las conclusiones derivadas del análisis base, la Dirección finalmente consideró que la definición del mercado relevante utilizada en el modelo era limitada y, por ende, inapropiada, optando por habilitar la transacción (Bengtsson, 2005).

Definición del mercado relevante

La definición de “mercado relevante” resultó ser un aspecto crucial para la evaluación de prácticas anticompetitivas y la viabilidad de una operación de *M&A*. Este concepto se refiere al ámbito en el cual las empresas operan y compiten, y su correcta delimitación es fundamental para determinar si una transacción podría restringir la competencia y perjudicar a los consumidores. La definición del mercado relevante podía ser acotada (*narrow*) o extendida (*broad*), y cada enfoque presentaba sus propias ventajas y desventajas.

Inicialmente, la Dirección General de la Competencia asumió una definición de mercado acotada. Ello facilitó la identificación de prácticas anticompetitivas, al centrarse específicamente en un nicho del mercado donde la competencia era intensa y donde la fusión podría tener un impacto directo y significativo. Además, una definición más restringida podía ayudar a proteger a los consumidores al asegurar que las empresas no adquirieran una posición dominante en un segmento específico del mercado. Por otro lado, una definición acotada podía también omitir consideraciones importantes sobre la interconexión de diferentes segmentos de mercado, dando lugar a una evaluación incompleta de cómo la fusión podría afectar la competencia en un contexto más amplio.

Considerando que las legislaciones antimonopolio podían variar en su interpretación, una misma transacción podía ser evaluada de manera diferente en distintos contextos regulatorios, lo que añadía un nivel de complejidad a la ya subjetiva definición del mercado. Esto se evidenció en el caso Oracle vs. PeopleSoft, donde la modificación de la definición de mercado relevante llevó a desestimar el modelo que concluía que la adquisición perjudicaría el bienestar de los usuarios. Es posible que el ente judicial haya sentido una mayor responsabilidad al intervenir en el proceso de aprobación de la transacción, en comparación con la decisión de habilitarla, lo que pudo haber motivado una ampliación en la definición del mercado relevante. Lo cierto es que PeopleSoft realizó numerosos esfuerzos para que las autoridades fallaran a su favor, pero no logró el éxito esperado.

4.7.3.2. Motivos de integración

Una vez desestimado el bloqueo por razones *antitrust*, el futuro de la adquisición de PeopleSoft por parte de Oracle estuvo fuertemente vinculado al impacto en los usuarios de la plataforma de la adquirida. Un punto crítico en este contexto era el impacto del Programa de Garantía al Cliente (*CAP*), el cual se había implementado para asegurar que los clientes existentes de PeopleSoft recibieran un nivel adecuado de soporte y servicio durante y después del proceso de adquisición. Los usuarios podían estar inquietos sobre si el *CAP* se mantendría, ya que la activación de la garantía podría ser de difícil ejecución o constituir una batalla legal de larga duración, y sobre cómo se verían afectados por la transición a la plataforma de Oracle.

Por los motivos expuestos anteriormente, la claridad sobre la continuidad de las garantías y el nivel de soporte ofrecido era esencial para mantener la confianza de los clientes y asegurar que las necesidades de los usuarios fueran atendidas. Para la tranquilidad de los clientes de la empresa adquirida, en enero de 2005, el Co-Presidente de Oracle Charles Phillips manifestó en una entrevista que los usuarios no sufrirían graves consecuencias. Destacó que la compra sólo tenía sentido si los clientes estaban

satisfechos, por lo que no debían alarmarse por preocupaciones como el hecho de que el producto se volviera obsoleto o hubiera un fuerte incremento de precios (Foley, 2005).

Apenas concluida la adquisición, Ellison (*CEO*), Phillips y otros gerentes de Oracle presentaron planes para continuar desarrollando los productos de PeopleSoft, J.D. Edwards y Oracle por los próximos años, mientras trabajaban en el desarrollo de una cuarta suite de aplicaciones llamada *Fusion*. Dicha plataforma estaría diseñada para aprovechar la mejor funcionalidad y combinar las mejores características de los productos de aplicaciones Oracle E-Business Suite, PeopleSoft y J.D. Edwards en una sola línea de producto. Consideraban que la suite resultante ofrecería una experiencia de propiedad superior a través de la mejora de la usabilidad, la automatización de procesos de negocio, inteligencia empresarial integrada y capacidades específicas de la industria (Oracle Corp., 2004).

Tal cual anunció Phillips desde un inicio, aunque esta nueva solución era una alternativa interesante que permitiría eficientizar la oferta de Oracle, la empresa no estuvo dispuesta a resignar clientela. Por lo tanto, un año después reportó que continuaría invirtiendo en mejoras a sus productos de aplicaciones Oracle E-Business Suite, PeopleSoft y J.D. Edwards más allá de la entrega de aplicaciones Oracle *Fusion*. De este modo, los clientes podrían optar por permanecer con sus líneas de productos actuales ya que tendrían equipos dedicados a su desarrollo y soporte. En el año fiscal 2009, concluidas las contingencias relacionadas con el *CAP* y sin haber recibido demandas legales vinculadas a dicho programa en el plazo correspondiente, Oracle continuó con inversiones en el desarrollo de dichos productos.

Si bien la contingencia no se materializó nunca, Oracle asumió un costo en estos años subsiguientes a la compra. Se trató del “costo de oportunidad”, aquel concepto económico que se refiere al valor de la mejor alternativa a la que se renuncia al tomar una decisión. En otras palabras, es el costo de lo que se pierde al elegir una opción en lugar de otra, idea que ayuda a evaluar las consecuencias de las opciones disponibles. Si bien la compañía apuntó a transicionar hacia una plataforma consolidada, dado que los costos de cambio de proveedor (*switching costs*) podían resultar prohibitivos, sobre todo comparado con otras industrias, un alto porcentaje de clientes de PeopleSoft optó por permanecer con su plataforma original, forzando a Oracle a invertir en actualizaciones y desarrollo.

4.7.4. Métricas de análisis

El 6 de junio, Oracle ofreció pagar \$16 por acción de PeopleSoft, lo que representaba \$5,1 billones en efectivo por la compra de la compañía objetivo. Significaba un 6% de prima de mercado respecto de la última cotización al cierre –\$15,11 contra \$17,82 al cierre tras el anuncio–. El 9 de diciembre de 2004, la última oferta que fue finalmente aceptada, implicó la compra de 400,2 millones de acciones representativas del 100% del capital accionario de PeopleSoft a un precio de \$26,50 por acción, ofertando un total de \$10,6 billones por las acciones. En aquel momento, representó un 10% sobre la última cotización disponible, constituyó un precio por acción 66% por encima de su propuesta inicial y una prima del 75% respecto de su cotización de mercado 18 meses atrás. Dado este contexto, *¿se puede considerar que esta adquisición fue dilutiva para Oracle?*

4.7.4.1. Ganancia por acción (*earnings per share*)

El día en que la compañía anunció que había firmado un acuerdo definitivo de fusión, Larry Ellison comunicó que, si se aplicaba un ajuste pro forma, esperaban que esta fusión fuera de \$0.01 “accretive” en el cuarto trimestre del año fiscal 2005, alrededor de \$0.02 por trimestre y \$0.08 al año en el año fiscal 2006, y “un poco más en el 2007” (Oracle, 2004). Si bien es habitual que los analistas de mercado

observen el ratio conocido como ganancia por acción (*earnings per share* o *EPS*) antes y después de la fusión como medida relativa de rentabilidad de los accionistas, dicha métrica puede no ser la mejor para reflejar las perspectivas futuras de la compañía fusionada, dando lugar a conclusiones incompletas.

En primer lugar, EPS se centra en el rendimiento a corto plazo y, si bien se suele utilizar un ajuste proforma para excluir conceptos extraordinarios, puede no capturar el potencial de crecimiento y sinergias que una fusión genera a largo plazo. Las ganancias pueden tardar en materializarse mientras se consolidan las operaciones. En segundo lugar, EPS se ve afectado por la forma de financiación de la adquisición. Si se financia mediante emisión, el número de acciones en circulación aumenta, diluyendo el EPS. En cambio, si se financia con nueva deuda, el costo de la misma impacta en las utilidades que genera la compañía fusionada, afectando también el EPS a corto plazo, aún cuando la fusión podría resultar estratégicamente beneficiosa en el tiempo.

4.7.4.2. Valoración por múltiplos y ROE

La clave para determinar si la adquisición fue beneficiosa para Oracle radica en analizar si el Valor Presente Neto (*Net Present Value* o *NPV*) de la compra es positivo, habitualmente conocido como el *M&A game*. Dicha argumentación descansa en la noción de que valor y precio no significan lo mismo. Oracle aseguraba que la compra sería positiva, ya que consideraba que estaba alineada con su dirección estratégica de largo plazo, fortalecía su posición competitiva en el mercado de aplicaciones empresariales, expandía su base de clientes y proporcionaba una mayor escala para aumentar su inversión en R&D y acelerar su innovación (Oracle, 2005).

Sin embargo, el gran interrogante era qué percibiría el mercado. Este último debía centrarse en la ejecución e integración de las operaciones para corroborar que el valor de las sinergias de la fusión superara la prima pagada (Gupta et al., 2023). Para comprender la perspectiva de mercado frente a la adquisición, en la Tabla N°9 se estima un múltiplo pro forma de Valor Compañía Consolidado sobre EBITDA (CV / EBITDA) y se analiza la evolución del múltiplo a lo largo del tiempo. Se utiliza EBITDA para considerar una métrica de rendimiento operativo que prescinda de la estructura de capital.

Tabla 9

Estimaciones Pro forma (al cierre)

En USD M	Oracle Corp	PeopleSoft	Consolidado
Precio por acción	13,28	26,50	
Capitalización Bursátil	68.106	9.957	78.063
Deuda neta	(9.265)	(1.628)	(10.893)
Valor Compañía (CV)	58.841	8.330	67.171
EBITDA	4.450	377	4.827
CV / EBITDA	13,2x	22,1x	13,9x

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

En primer lugar, se observa que el múltiplo de cierre es 13,9x EBITDA. Si, a medida que transcurre el tiempo, el único hecho relevante es la adquisición de PeopleSoft y se observa un incremento en el múltiplo de CV / EBITDA de Oracle, la evidencia sugerirá que la adquisición fue vista favorablemente por el mercado. Una caída en el múltiplo, en cambio, implica que la variación en EBITDA no fue acompañada por una variación en el Valor Compañía en igual magnitud, lo que puede ser reflejo de un

castigo del mercado ante expectativas que no se materializaron. Otra métrica de éxito de la transacción radica en observar el rendimiento de la acción de Oracle (*Return over Equity* o *ROE*), calculado en función del retorno por acción desde la conclusión de la compra. La Tabla N°10 y el Gráfico N°4 incorporan la evolución de ambas métricas durante el año posterior al cierre.

Tabla 10

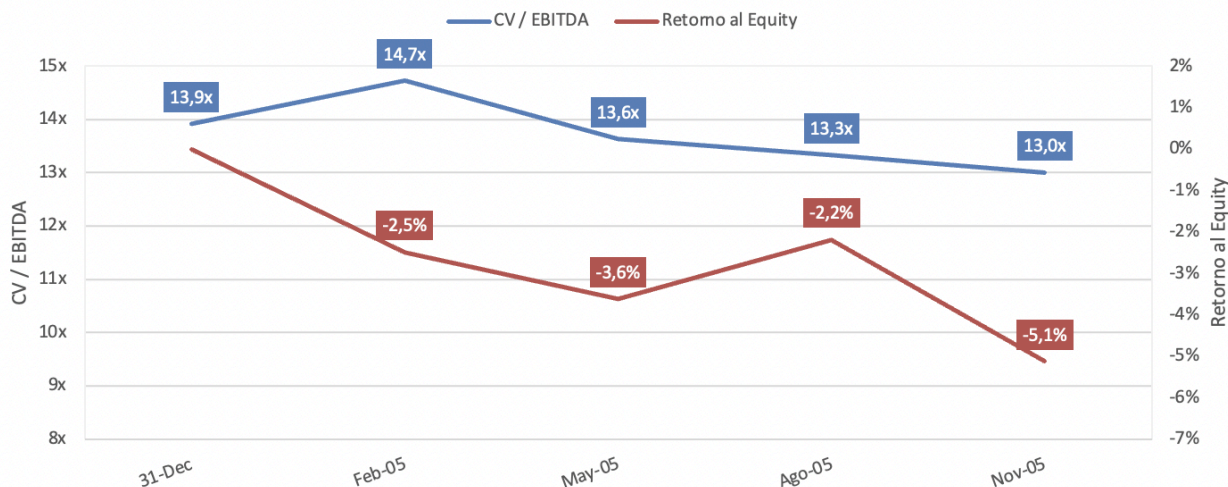
Evolución CV/EBITDA y ROE en un año

	Pro forma (al cierre)	2005			
		Feb-05	May-05	Ago-05	Nov-05
Precio por acción	13,28	12,95	12,80	12,99	12,60
Capitalización Bursátil	0	67.662	65.810	66.856	64.913
Deuda neta	(10.893)	(1.764)	(1.919)	(2.953)	(2.340)
Valor Compañía (CV)	0	65.898	63.891	63.903	62.573
EBITDA	4.827	4.474	4.686	4.793	4.812
CV / EBITDA	13,9x	14,7x	13,6x	13,3x	13,0x
Retorno al Equity (al cierre)	-	-2,5%	-3,6%	-2,2%	-5,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ. El año comprende de diciembre a noviembre.

Gráfico 4

Evolución CV/EBITDA y ROE en un año



Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ. El año comprende de diciembre a noviembre.

Si se analizan los trimestres siguientes a la compra, se observa que el múltiplo de CV / EBITDA crece en el primer trimestre, pero luego cae trimestre a trimestre. Por su parte, el ROE negativo trimestre a trimestre da cuenta de una acción que no se recupera desde los niveles del *closing*. La evolución de ambas métricas sugiere que el mercado no vio con buenos ojos la transacción o que no se justificó el precio pagado. También podría implicar que aún había incertidumbre sobre las sinergias de la fusión y las

perspectivas futuras del sector, lo cual motiva a tomar una ventana más extendida de tiempo, disponible en la Tabla N°11 y el Gráfico N°5.

Tabla 11

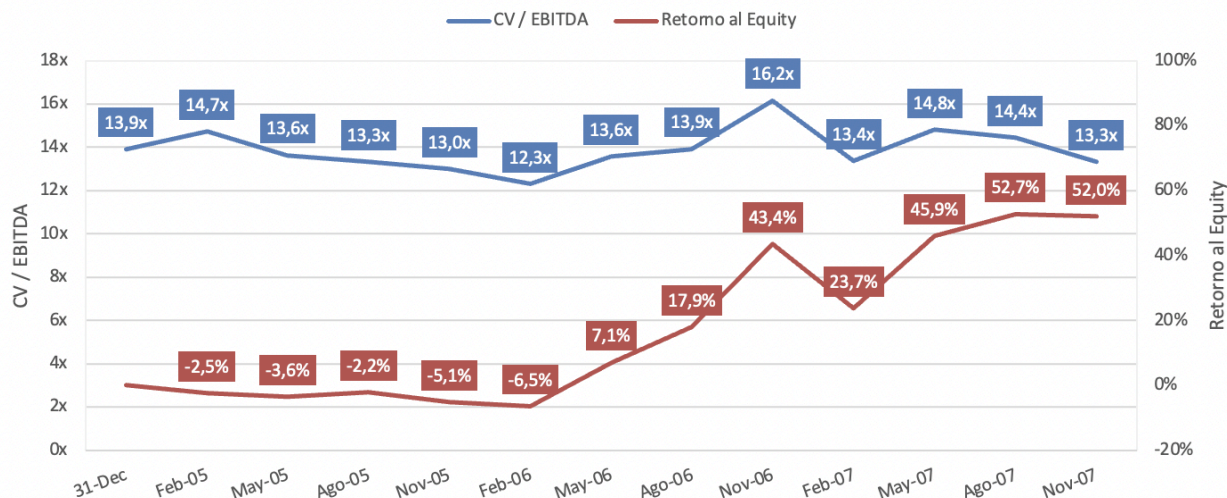
Evolución CV/EBITDA y ROE en tres años

	Pro forma (al cierre)	2005				2006				2007			
		Feb-05	May-05	Ago-05	Nov-05	Feb-06	May-06	Ago-06	Nov-06	Feb-07	May-07	Ago-07	Nov-07
Precio por acción	13,28	12,95	12,80	12,99	12,60	12,42	14,22	15,66	19,05	16,43	19,38	20,28	20,18
Capitalización Bursátil	78.063	67.662	65.810	66.856	64.913	64.112	75.859	82.032	98.974	85.143	99.630	103.692	103.348
Deuda neta	(10.893)	(1.764)	(1.919)	(2.953)	(2.340)	(1.682)	(1.711)	(2.395)	(2.102)	(706)	573	(1.505)	(2.194)
Valor Compañía (CV)	67.171	65.898	63.891	63.903	62.573	62.430	74.148	79.637	96.872	84.437	100.203	102.187	101.154
EBITDA	4.827	4.474	4.686	4.793	4.812	5.075	5.467	5.722	5.993	6.316	6.772	7.075	7.588
CV / EBITDA	13,9x	14,7x	13,6x	13,3x	13,0x	12,3x	13,6x	13,9x	16,2x	13,4x	14,8x	14,4x	13,3x
Retorno al Equity (al cierre)	-	-2,5%	-3,6%	-2,2%	-5,1%	-6,5%	7,1%	17,9%	43,4%	23,7%	45,9%	52,7%	52,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ. El año comprende de diciembre a noviembre.

Gráfico 5

Evolución CV/EBITDA y ROE en tres años



Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ. El año comprende de diciembre a noviembre.

Ampliado el período en consideración hasta fines del año fiscal 2007, se puede observar cómo el múltiplo de CV / EBITDA tuvo períodos de alza y un impacto positivo en el ROE desde mayo de 2006 en adelante. Si bien es importante considerar un horizonte temporal más amplio para evitar conclusiones apresuradas sobre la percepción de mercado sobre la compra de PeopleSoft y el impacto real de la fusión en la salud financiera de la empresa, hay que tener precaución a la hora de interpretar la realidad de la empresa. Un claro ejemplo de ello son las adquisiciones posteriores que realizó Oracle durante el período comprendido, ambas relevantes en el ámbito del software: Siebel Systems (enero, 2006) y Hyperion Solutions (abril, 2007).

Limitaciones a la valoración por múltiplos y *ROE*

El análisis de métricas financieras como el múltiplo de *CV/EBITDA* y el *ROE* presenta diversas limitaciones que pueden complicar la interpretación de los resultados. Fluctuaciones temporales, incertidumbres sobre sinergias, el impacto de otras adquisiciones y las condiciones del mercado –medidas en relación con el *peer group*– son factores que deben considerarse para obtener una visión más integral del impacto de la fusión.

Tabla 12

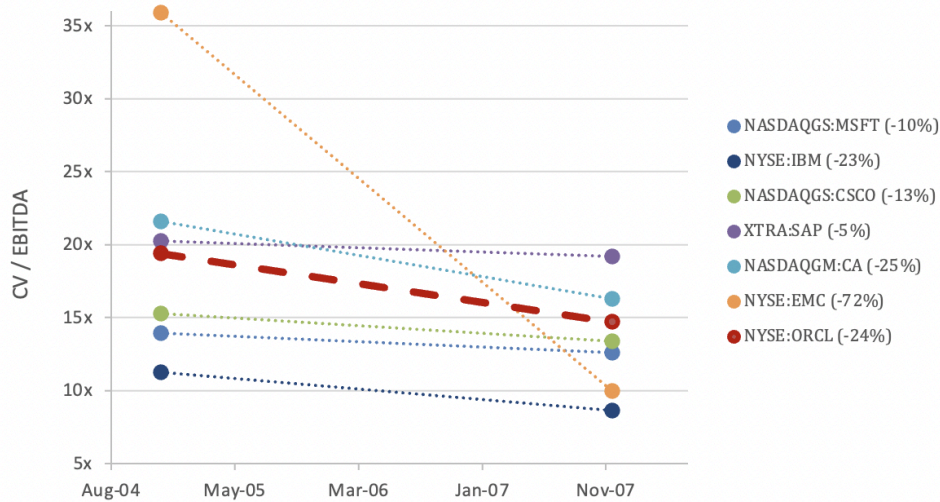
Limitaciones a la valoración por múltiplos y *ROE*

Limitación	Descripción
Variabilidad y corto plazo de las métricas	Las métricas financieras pueden experimentar fluctuaciones significativas en el corto plazo, lo que dificulta la evaluación precisa del impacto de la fusión. Aunque el múltiplo de <i>CV/EBITDA</i> crece en el primer trimestre, su posterior caída puede ser resultado de factores temporales, como cambios en la percepción del mercado o la reacción a eventos económicos externos. Este ruido en los datos puede llevar a conclusiones erróneas si se considera únicamente el rendimiento a corto plazo sin un análisis más profundo del contexto.
Horizonte temporal limitado	El análisis de métricas a corto plazo puede dar una imagen distorsionada de la efectividad de una fusión. Ampliar la ventana puede ofrecer una visión más equilibrada, como se observa al extender el análisis hasta finales del año fiscal 2007, donde se notan mejoras en las métricas. Sin embargo, este enfoque a largo plazo requiere una consideración cuidadosa de otros factores que podrían haber afectado el rendimiento durante ese período, lo que puede complicar más la interpretación.
Incertidumbre en la materialización de sinergias	Las sinergias esperadas en una fusión pueden ser difíciles de cuantificar y no materializarse tan rápidamente como se anticipa. La incertidumbre sobre si estas sinergias se lograrán efectivamente puede influir en la percepción del mercado. Por lo tanto, si las métricas se analizan sin tener en cuenta esta incertidumbre, se corre el riesgo de interpretar de manera incorrecta el desempeño de la empresa tras la fusión.
Efecto de otras adquisiciones relevantes	Luego de la fusión de Oracle con PeopleSoft, Oracle adquirió Siebel Systems y Hyperion Solutions durante el período de 3 años considerado (enero de 2006 y abril de 2007, respectivamente). Por el tamaño de las adquisiciones, es muy probable que las mismas hayan influido en las métricas de Oracle y, por ende, compliquen la evaluación del impacto específico de la compra de PeopleSoft. Si no se distingue entre las contribuciones de cada adquisición, se puede llegar a conclusiones inexactas sobre la efectividad de la fusión con PeopleSoft.
Condiciones del mercado y perspectivas del sector	Las métricas financieras están sujetas a las condiciones del mercado y las expectativas del sector. Por lo tanto, el rendimiento de Oracle puede no reflejar el impacto exclusivo de la fusión, sino más bien el contexto económico en el cual opera la compañía. Para fundamentar esta limitación, se observa cómo evolucionó el grupo de comparables en el período analizado. En función de la variación en los múltiplos de compañías comparables del Gráfico N°6, parecería ser que el cambio en el múltiplo responde a una cuestión sistémica, y no exclusivamente a la fusión.

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 6

Evolución del múltiplo de la industria



Fuente: elaboración propia en base a Capital IQ. Los comparables en materia de sector y tamaño son: Microsoft Corporation (MSFT), International Business Machines Corporation (IBM), Cisco Systems, Inc. (CSCO), SAP SE (SAP), Computer Associates, Inc. (CA) y Dell EMC (EMC).

4.7.4.3. Comparación del retorno con el CAPM

Otra posibilidad para medir el desempeño del activo es comparar el retorno de la acción de Oracle con el retorno esperado según el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para el período en consideración. El CAPM proporciona una forma de calcular el retorno esperado de un activo en función de su riesgo sistémico (β). Al comparar el retorno real del activo post-adquisición con el retorno esperado según el CAPM, se puede evaluar si la adquisición está generando un rendimiento adecuado en relación con el riesgo asumido. Si el retorno del activo es superior al retorno esperado según el CAPM, esto puede indicar que la adquisición fue beneficiosa y que el mercado está valorando positivamente la transacción (retorno $> k_e$, donde k_e representa el costo del *equity*). Por el contrario, un retorno inferior puede sugerir que la adquisición no se está desempeñando como se esperaba. Se estima el retorno anual del CAPM en base a la siguiente fórmula:

$$\text{Retorno anual CAPM} = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

donde r_f corresponde a la tasa libre de riesgo, β a la covarianza entre el retorno de la acción de Oracle y el retorno del S&P 500 dividido la varianza del retorno del S&P 500, r_m corresponde al retorno del S&P 500, y $(r_m - r_f)$ corresponde al exceso de retorno de mercado (*equity risk premium* o ERP).

Tabla 13

Evolución del retorno Oracle en comparación al retorno según CAPM

Ref.	Concepto	2004	2005	2006	2007
(1)	Rendimiento del Tesoro EEUU a 10 años	4,3%	4,3%	4,8%	4,6%
(2)	Exceso de Retorno de Mercado	3,7%	4,1%	4,2%	4,4%
(3)	Beta	1,40	0,99	1,03	1,16
	Retorno anual CAPM	9,4%	8,3%	9,1%	9,7%

Retorno Acumulado ORCL	-5,1%	43,4%	52,0%
vs. Retorno Acumulado (CAPM)	8,3%	18,2%	29,6%

Fuente: (1) Macrotrends - 10 Year Treasury Rate; (2) Damodaran - Historical Implied Equity Risk Premiums; (3) Estimación propia en base a Capital IQ.

Según los datos expuestos en la Tabla N°13, se evidencia que en el año 2005 el activo no produjo un retorno proporcional a su riesgo asociado. En los períodos subsiguientes, el retorno del activo fue superior al retorno según *CAPM*, lo que podría sugerir que el activo resultó ser una buena inversión, con tiempos de maduración superiores a los que sugiere el *CAPM*. Sin embargo, nuevamente se presenta el interrogante de si el efecto se debe fundamentalmente a la compra de PeopleSoft o si se trata de la estrategia de consolidación que paulatinamente captó la atención favorable del público inversor.

Limitaciones de la comparación de retorno con *CAPM*

Tener en cuenta el *CAPM* para analizar el retorno de un activo post-adquisición ofrece una perspectiva valiosa sobre el rendimiento ajustado al riesgo. Sin embargo, las limitaciones inherentes al modelo provocan que este análisis deba ser complementado con otros enfoques y métricas para interpretar el éxito o fracaso de la compra. En primer lugar, el *CAPM* se basa en supuestos simplistas que pueden no sostenerse. En particular, supone la existencia de mercados eficientes, que todos los inversores son racionales y que el riesgo se mide únicamente a través de β . A su vez, la estimación de β también puede ser problemática, especialmente para empresas que han sido recientemente adquiridas. La volatilidad de las acciones de la empresa objetivo puede no reflejar adecuadamente el riesgo post-adquisición, ya que la integración y otros factores pueden afectar su desempeño.

La adquisición también puede cambiar significativamente la estructura operativa y financiera de la empresa, lo que puede hacer que las estimaciones de retorno y riesgo previas a la adquisición ya no sean relevantes y las comparaciones en el tiempo, inexactas. Otra limitación surge del enfoque del *CAPM*, ya que sólo toma en cuenta el riesgo no diversificable y no considera el riesgo específico de la empresa o el sector. Esto puede ser una limitación importante en el contexto de *M&A*, donde los riesgos específicos pueden tener un impacto significativo en el desempeño. Además, no puede medir ni ajustar el rendimiento basado en sinergias o en costos de integración incurridos. Esto significa que, aunque el retorno de la inversión pueda parecer bajo en comparación con el *CAPM*, la verdadera imagen del éxito de la fusión puede ser diferente si se consideran estos factores.

4.7.4.4. Transacciones comparables

Como mecanismo alternativo, es posible analizar transacciones comparables, considerando los múltiplos pagados al cierre por compañías del sector de software de aplicaciones en los años cercanos a la adquisición. En la Tabla N°14 se expone un histórico de transacciones comparables. Se observa que Peoplesoft cerró a un múltiplo de CV/ EBITDA de 22.1x, ligeramente por debajo del promedio simple (23.2x) y por encima del promedio ponderado (20.4x) de transacciones comparables. También resultó por debajo de la mediana.

Tabla 14

Transacciones comparables (histórico)

Adquirente	Target	Fecha de Adq.	Precio por acción	Valor Compañía (M)	EBITDA (M)	CV/EBITDA
IBM Corporation	Lotus Development Corporation	1995	64,0	3.208	101	31,7x
Computer Associates, Inc.	Sterling Software, Inc.	2000	33,2	2.246	254	8,9x
EMC Corporation, Inc	Documentum	2003	27,1	1.584	37	43,1x
PeopleSoft, Inc	JD Edwards	2003	16,8	1.473	52	28,1x
HP Inc.	Mercury Interactive Corp.	2006	52,0	4.322	213	20,3x
Apollo Global Management, Inc.	Rackspace Hosting, Inc.	2016	32,0	4.314	595	7,3x

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ. El promedio ponderado se calcula ponderando el múltiplo de CV/EBITDA por el Valor Compañía.

Mínimo	7,3x
Promedio simple	23,2x
Promedio ponderado	20,4x
Mediana	24,2x
Máximo	43,1x

Al considerar únicamente transacciones previas a la compra de PeopleSoft por parte de Oracle en la Tabla N°15, se percibe que el múltiplo medio comparable se eleva aún más, alcanzando 28x en el promedio simple, 27,2x en el promedio ponderado y 29,9x en la mediana. Por ende, se aprecia que Oracle consiguió pagar un múltiplo más bajo respecto de los múltiplos del sector en aquel entonces. Ante ello, es probable que Oracle considerara tener un mayor margen para aumentar su oferta en vista de los múltiplos que estaba pagando el sector y, por lo tanto, que no estuviera pagando una prima tan elevada si se observan múltiplos comparables.

Tabla 15

Transacciones comparables (previas a la adquisición)

Adquirente	Target	Fecha de Adq.	Precio por acción	Valor Compañía (M)	EBITDA (M)	CV/EBITDA
IBM Corporation	Lotus Development Corporation	1995	64,0	3.208	101	31,7x
Computer Associates, Inc.	Sterling Software, Inc.	2000	33,2	2.246	254	8,9x
EMC Corporation, Inc	Documentum	2003	27,1	1.584	37	43,1x
PeopleSoft, Inc	JD Edwards	2003	16,8	1.473	52	28,1x

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ. El promedio ponderado se calcula ponderando el múltiplo de CV/EBITDA por el Valor Compañía.

Mínimo	8,9x
Promedio simple	28,0x
Promedio ponderado	27,2x
Mediana	29,9x
Máximo	43,1x

4.7.5. Impacto económico en el acercamiento hostil

Oracle se caracterizó por una robusta actividad de *M&A*. En los tres años posteriores a la compra de PeopleSoft, la compañía adquirió a dos relevantes competidores adicionales, pagando sumas superiores a \$2,5 billones de dólares en cada caso: Siebel Systems y Hyperion Solutions. La Tabla N°16 expone una serie de características de las adquisiciones relevantes de Oracle del período 2004 a 2007.

Tabla 16

Adquisiciones relevantes de Oracle del período 2004-2007

Fecha de compra	10-12-2004	31-01-2006	13-04-2007
Nombre de la Adquirida	PeopleSoft	Siebel Systems	Hyperion Solutions
Actitud	Hostil	Amigable	Amigable
CV	\$8.330M	\$3.354M	\$2.797M
EBITDA	\$377,2M	\$227,7M	\$137M
CV / EBITDA	22,1x	14,7x	20,4x
Prima (últ. 3M)	65%	23%	39%
Prima (últ. 1M)	62%	29%	24%

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

La diferencia en la prima pagada por Oracle en la adquisición de PeopleSoft, en comparación con las transacciones subsiguientes, resulta particularmente llamativa. En el caso de PeopleSoft, Oracle pagó una prima de 62% sobre el valor de mercado del último mes y de 65% sobre el valor de los tres meses anteriores. En contraposición, en las dos adquisiciones posteriores, la prima ofrecida osciló entre el 24% y el 29% respecto a la cotización del último mes, y entre el 23% y el 39% respecto a los últimos tres meses. Esta disparidad en las primas puede explicarse en parte por la naturaleza hostil de la oferta hacia PeopleSoft, que se caracterizó tanto por un enfoque agresivo como por una valoración implícita inicial en un precio por acción que no reflejaba una prima significativa en relación al mercado –\$16 dólares contra \$15,11, únicamente un 6% superior–.

Es relevante señalar que, aunque Oracle fue quien realizó el primer acercamiento en las transacciones posteriores, estas tuvieron un carácter amigable y se llevaron a cabo tras negociaciones que se mantuvieron a nivel de los directorios. En contraste, la actitud hostil adoptada frente a PeopleSoft convirtió la adquisición en un tema de debate mediático, lo que no solo complicó el proceso de negociación, sino que también prolongó la batalla por aproximadamente 18 meses. Esta prolongación no solo generó incertidumbre, sino que también afectó la percepción pública y la moral de los empleados en ambas compañías.

Además, la prima relativamente elevada de la oferta final de PeopleSoft podría dar la impresión de una percepción de valor por parte del comprador lo suficientemente alta para asegurar la adquisición. Sin embargo, surge la pregunta: *¿realmente reflejaba el precio la verdadera valoración de la empresa objetivo?* Es importante recordar que la oferta inicial de Oracle fue notablemente baja, lo que generó una resistencia considerable por parte de PeopleSoft. Esta oposición llevó a una prolongada disputa que podría haberse evitado si la oferta inicial hubiera sido más competitiva. Este contexto sugiere que la alta prima finalmente pagada pudo haber sido, en parte, una respuesta a la falta de confianza de PeopleSoft hacia Oracle, exacerbada por la percepción de que la oferta inicial era más bien una subestimación del valor de la compañía.

La modificación sustancial de la oferta de Oracle fue resultado de una dinámica en la que la empresa objetivo se mantuvo firme, mientras que Oracle, enfrentado a una creciente oposición, se vio obligado a elevar su oferta. Esta situación no sólo reveló una debilidad en la estrategia de adquisición de Oracle, sino que también puso de manifiesto el efecto que una actitud hostil puede tener en la valoración y en la respuesta del mercado. Si Oracle hubiera adoptado un enfoque más amigable desde el principio, podría haber logrado una mayor adhesión por parte de los accionistas de PeopleSoft, quienes podrían haberse visto seducidos por mejores retornos en sus inversiones.

A medida que Oracle realizó ofertas más agresivas para asegurar la adquisición, el valor total de la transacción incrementó de manera significativa, resultando en un precio final que superó con creces las expectativas iniciales. Este fenómeno sugiere que la necesidad de Oracle de persuadir a los accionistas de PeopleSoft fue un factor crítico en el aumento del costo de adquisición. La naturaleza del acercamiento y la implementación de mecanismos de defensa antitakeover por parte de PeopleSoft jugaron un papel crucial en la dinámica del costo final de la compra.

Por último, es clave considerar que el pago de una prima elevada tiene implicaciones directas en la rentabilidad futura de la adquisición. El comprador, al enfrentar un costo más alto, se ve obligado a justificar la inversión mediante la generación de ingresos adicionales que cubran la prima pagada y que, idealmente, superen las expectativas de retorno de inversión. Esto puede llevar a la empresa adquirente a adoptar estrategias más agresivas en la búsqueda de sinergias y eficiencias operativas, pero también puede generar presiones a corto plazo que afecten la estabilidad organizacional y la moral de los empleados.

Considerando lo que Oracle pagó por la compra de PeopleSoft, se advierte que una buena parte de las sinergias que Oracle esperaba obtener como resultado de la compra fueron “capturadas” por los accionistas de la target. En *M&A* hay una regla no escrita que establece que el comprador adquiere a la target en función de una valuación “on a stand alone basis”, lo que significa que no comparte las sinergias. En este caso, Oracle tuvo que “pagar para ver”, cediendo una buena parte de las sinergias. Ante la tendencia a la baja de la acción luego de la compra, es posible concebir que esta lectura haya sido compartida con el mercado.

5. Conclusiones

5.1. Hallazgos clave

La experiencia de Oracle con PeopleSoft ilustra las complejidades presentes en las adquisiciones hostiles y la significativa influencia que la naturaleza de la oferta, la percepción del valor y la respuesta de la empresa objetivo tienen sobre los resultados finales de la transacción. A partir del análisis, se identifican una serie de factores cuya comprensión es clave para una defensa sólida ante los futuros esfuerzos de adquisición hostil.

En primer lugar, las defensas *antitakeover* pueden retrasar o frustrar una transacción debido a su capacidad para “desembellecer” a una compañía ante los ojos de un nuevo inversor. Sin embargo, la implementación y efectividad de estas defensas puede variar considerablemente, por lo que su implementación debe ser adaptativa y alineada con las particularidades del entorno en que opera la empresa. Se distinguen, por un lado, las defensas preventivas como aquellas que se implementan antes de que surja una amenaza de adquisición, y tienden a ser más estandarizadas. Por otro lado, las defensas activas suelen adaptarse al contexto particular de una situación de adquisición en curso. Estas defensas pueden incluir tácticas más flexibles, pero también están sujetas a un mayor escrutinio por parte de los

inversores y analistas. Un enfoque personalizado puede maximizar la efectividad de las defensas y, al mismo tiempo, minimizar el costo de oportunidad de disuadir a posibles compradores estratégicos.

Entre los diversos eventos relevantes que pueden influir en la percepción del riesgo y la valoración de una empresa, las decisiones judiciales se destacan como uno de los hitos más significativos que afectan directamente tanto la estrategia empresarial como la credibilidad en el mercado. Un ejemplo claro de esto fue la resolución sobre el impacto competitivo de la adquisición de PeopleSoft por parte de Oracle, ya que al ampliar la definición del mercado relevante y determinar que la fusión no era anticompetitiva, se vieron afectadas las reglas del juego para PeopleSoft, quien había apostado fuertemente a dicho argumento para desestimar la oferta. La *target* experimentó una derrota inicial que dificultó sus posibilidades de permanecer independiente luego del acercamiento hostil. Comprender cómo estas decisiones influyen en la valoración y en el comportamiento de los mercados puede proporcionar información valiosa para directores y asesores en el futuro.

Adicionalmente, la implementación de defensas *antitakeover* debe equilibrar la protección del directorio con los intereses de los *stakeholders*. De lo contrario, es probable que emerjan litigios que alteren el curso de defensas, aún cuando inicialmente lucieran inquebrantables. La efectividad de estas defensas no sólo depende de su diseño, sino también de la percepción que tengan los inversores sobre su justificación y necesidad.

Por último, independientemente del despliegue de defensas *antitakeover*, las empresas con mayor disposición a pagar son más propensas a cumplir con su objetivo de adquisición. Por ende, el poder de compra y la perseverancia de la compañía adquirente son cruciales para determinar el resultado de una lucha hostil. A su vez, alcanzar dicho cometido no es suficiente, ya que el éxito o fracaso de la compañía listada queda luego sujeto al escrutinio de los mercados. Los inversores, en última instancia, no necesariamente validarán la tesis de inversión a cualquier precio y podrán cuestionar las decisiones tomadas por la dirección, lo que resalta la importancia de una comunicación clara y efectiva durante todo el proceso que pueda esclarecer el panorama de la adquirente.

5.2. Implicancias para el uso de defensas *antitakeover*

La implementación de defensas *antitakeover* para protegerse eficazmente frente a ataques hostiles es un aspecto crucial de la estrategia empresarial moderna. En primer lugar, las empresas deben estar preparadas para enfrentar una variedad de escenarios de adquisición, incluidos los ataques hostiles. Esto implica no sólo tener una estrategia de defensa en su lugar, sino también realizar un análisis exhaustivo del entorno competitivo y de las motivaciones de las potenciales adquirentes. La preparación puede incluir la formación de un equipo de gestión de riesgos, la evaluación de la estructura de la propiedad y el desarrollo de un plan de comunicación para mantener a los *stakeholders* informados y comprometidos durante el proceso.

A su vez, el directorio debe examinar detenidamente la motivación detrás de las defensas *antitakeover*. Es fundamental comprender si estas defensas están diseñadas para proteger el valor a largo plazo de la empresa o si están motivadas por intereses personales de los directores. La defensa *antitakeover* debe ser una herramienta que busque el beneficio de todos los *stakeholders* y no sólo de un grupo selecto. Un análisis claro de la motivación ayudará a asegurar que las defensas implementadas sean percibidas como legítimas y justas. Además, la implementación de defensas *antitakeover* debe ser razonable en relación con la amenaza planteada. Si la respuesta a un ataque hostil es desproporcionada, puede generar

desconfianza entre los inversores y otras partes interesadas. La misma debe estar alineada con los riesgos enfrentados y las circunstancias del mercado. Un enfoque equilibrado asegura que la empresa esté protegida sin comprometer su atractivo para futuros inversores o compradores.

Adicionalmente, las defensas *antitakeover* pueden mejorar el poder de negociación de la empresa objetivo al dificultar el proceso de adquisición. Esto puede resultar beneficioso en ciertos contextos, ya que permite a la empresa obtener mejores condiciones o un precio más alto en caso de una compra. Sin embargo, también existe el riesgo de que estas defensas disuadan a posibles compradores que considerarían la adquisición como una oportunidad estratégica. Si los defensores de la empresa no consideran a todos los *stakeholders*, podrían actuar en contra de los mejores intereses de la empresa a largo plazo.

5.3. Recomendaciones frente a adquisiciones hostiles

A pesar de que un *M&A* inicie con un acercamiento hostil, es fundamental considerar que podría ser la opción más adecuada para el desarrollo de la compañía. Las motivaciones detrás de una oferta hostil pueden estar alineadas con un interés estratégico que beneficie a la empresa a largo plazo, como la expansión en nuevos mercados, la adquisición de tecnología innovadora o la optimización de recursos y capacidades. Por lo tanto, las ofertas deben ser evaluadas de manera objetiva, evitando que se vean nubladas por la hostilidad del acercamiento y priorizando el valor para los *stakeholders* a largo plazo. Esto implica una revisión exhaustiva de los términos de la oferta, el potencial de crecimiento y los beneficios que podría aportar a todos los involucrados, incluidos empleados, clientes, proveedores y la comunidad en general.

Otro factor relevante para garantizar una evaluación justa es asegurar la transparencia en la toma de decisiones. Esto puede lograrse estableciendo comités de transacción independientes que actúen como mediadores imparciales en el proceso. Para ello, deberán estar compuestos por miembros que no tengan conflictos de interés y que puedan ofrecer una perspectiva objetiva. Adicionalmente, es recomendable buscar asesoramiento legal y financiero para evaluar la validez y razonabilidad tanto de la oferta hostil como de las defensas implementadas. Los expertos pueden proporcionar una perspectiva crítica sobre las implicaciones legales y financieras de la transacción, ayudando al directorio a tomar decisiones informadas. Esto incluye la revisión de la estructura de la oferta, el análisis de las defensas *antitakeover* y la identificación de posibles riesgos y oportunidades. Ésto ayudará a generar confianza entre los *stakeholders* y a legitimar las decisiones del directorio.

5.4. Conclusiones finales

El análisis del caso Oracle vs. PeopleSoft proporciona una perspectiva crítica sobre la necesidad, ante un ataque hostil, de equilibrar el retorno a los accionistas, la voluntad del directorio y la estabilidad del negocio a largo plazo. Este caso ilustra cómo las decisiones estratégicas tomadas por un directorio pueden tener repercusiones significativas no sólo en el rendimiento financiero de la empresa, sino también en su reputación y en la percepción del mercado.

Si bien diversos autores apoyan que el directorio tenga herramientas a su alcance para actuar rápidamente ante una oferta hostil, a veces las respuestas pueden carecer de sentido o responder a motivaciones

personales, lo que puede suponer consecuencias que van en contra de los intereses de los *stakeholders*. Esto se evidenció al final de la batalla cuando la junta directiva de PeopleSoft continuó empeñada en rechazar el acuerdo, incluso cuando el 60% del accionariado estaba interesado en proceder con la venta.

El presente trabajo destaca la importancia de considerar factores extra-financieros, como la reputación y la confianza de los clientes, al evaluar el impacto de una adquisición. Estas dimensiones son cruciales para el éxito sostenido de cualquier transacción, ya que el entendimiento entre partes puede facilitar la integración posterior a la adquisición y minimizar la resistencia de los *stakeholders*.

Las medidas de defensa pueden ser útiles cuando permiten un mejor posicionamiento en negociaciones con el adquirente. Sin embargo, no hay que perder de vista que el directorio siempre tendrá un interés en preservar el control, lo que puede llevarlo a actuar en contra de los intereses de los *stakeholders*. En el caso de PeopleSoft, las defensas como el *CAP*, si bien nunca generaron una contingencia cierta, encarecieron sustancialmente la compra. Esto llevó a que Oracle mantuviera los productos de PeopleSoft y J.D. Edwards por más tiempo del conveniente para su visión de negocio, tras la demonización por parte de PeopleSoft como su estrategia de defensa mediática. Oracle no sólo pagó un múltiplo sustancialmente más alto respecto del ofertado en un principio, sino que también tuvo que seguir invirtiendo en las suites de J.D. Edwards y PeopleSoft debido al compromiso en el que incurrió PeopleSoft, que se activó una vez concluida la toma de control de Oracle.

Merece la pena ensayar una justificación ante la perseverancia de Oracle por continuar en carrera. Oracle era consciente de que la consolidación con PeopleSoft lo pondría a competir con los principales proveedores de software como SAP o Microsoft. También esperaba considerables sinergias en términos de escala, y confiaba en que podría crecer en clientela en un segmento relevante de clientes, facilitando la venta cruzada (*cross selling*) de sus productos originales. Además, los múltiplos de transacciones comparables eran aún más altos al ofrecido y esto podía llevarla a convalidar un múltiplo mayor. A su vez, es posible que Oracle se hubiera empeñado con la compra a tal punto que sus ambiciones escaparan a la racionalidad que motivó la oferta inicial del 6 de junio de 2003. La batalla de egos entre ejecutivos avivó la polarización, ya que PeopleSoft estableció defensas que puede argumentarse que no resultaban razonables ante la amenaza planteada, y Oracle se comprometió a derribarlas, en ocasiones, sin detenerse a analizar las consecuencias.

Adicionalmente, se identifica la importancia de un marco de gobernanza que promueva la transparencia y la rendición de cuentas, factores esenciales para construir una cultura organizacional que valore la ética y la responsabilidad corporativa. Esto se traduce en una mayor resiliencia frente a posibles adversidades y en un fortalecimiento de la reputación de la empresa en el mercado.

En resumen, el caso Oracle vs. PeopleSoft pone de relieve la complejidad que rodea las adquisiciones y la importancia de un enfoque equilibrado que considere tanto el retorno a los accionistas como el bienestar del resto de los *stakeholders*. *¿Qué hubiera ocurrido si Oracle desistía de la compra?* Es probable que PeopleSoft no hubiera podido hacer frente a los grandes competidores por mucho más tiempo, especialmente considerando la creciente tendencia del sector hacia la integración. Las recomendaciones expuestas en el presente trabajo no sólo buscan mejorar la comprensión de las implicaciones de las adquisiciones, sino también fomentar un entorno empresarial más responsable y sostenible que beneficie a todas las partes involucradas a largo plazo. La investigación futura en estas áreas permitirá a las empresas navegar con mayor eficacia en el dinámico entorno de fusiones y adquisiciones, asegurando que se tomen decisiones que no solo sean financieramente viables, sino también éticamente sólidas.

6. Bibliografía

Apotheker, L. (2003). Oracle's message to PeopleSoft: Our offer is "serious". *Canadian HR Reporter*. Recuperado de:

<https://www.hrreporter.com/news/hr-news/oracles-message-to-peoplesoft-our-offer-is-serious/309644>

Bebchuk, L. A., Coates, J., & Subramanian, G. (2002). The powerful antitakeover force of staggered boards: Theory, evidence and policy. *Stanford Law Review*, 54(5). Recuperado de: <https://www.nber.org/papers/w8974>

Bengtsson, C. (2005). Simulating the effect of Oracle's takeover of PeopleSoft. *Modelling European Mergers. Theory, Competition Policy and Case Studies*, Cheltenham: Edward Elgar, 133-149. Recuperado de: <https://competition-policy.ec.europa.eu/system/files/2021-10/bengtsson.pdf>

Blau, J. (2005). SAP makes offer to PeopleSoft users. *It World Canada*. Recuperado de: <https://www.itworldcanada.com/article/sap-makes-offer-to-peoplesoft-users/10343>

Clark, L. (2025). Twenty Years Since Oracle Bought Peoplesoft. *The Register: Enterprise Technology News and Analysis*. Recuperado de: https://www.theregister.com/2025/01/02/twenty_years_since_oracle_bought_peoplesoft/

Evers, J. (2004). SAP: Oracle-PeopleSoft merger would boost competition. *Computerworld*. Recuperado de: <https://www.computerworld.com/article/1713097/sap-oracle-peoplesoft-merger-would-boost-competition.html>

Foley, J. (2005). Oracle Aims To Reassure PeopleSoft Users. *www.peoplesoft-planet.com*. Recuperado de: <https://www.peoplesoft-planet.com/oracle-aims-reassure-peoplesoft-users/>

Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: Wiley. Recuperado de: [https://www.nzdr.ru/data/media/biblio/kolxoz/F/FA/Gaughan%20P.A.%20Mergers.%20acquisitions.%20and%20corporate%20restructurings%20\(Wiley.%202007\)\(ISBN%200471705640\)\(639s\)_FA_.pdf](https://www.nzdr.ru/data/media/biblio/kolxoz/F/FA/Gaughan%20P.A.%20Mergers.%20acquisitions.%20and%20corporate%20restructurings%20(Wiley.%202007)(ISBN%200471705640)(639s)_FA_.pdf)

Gupta, V., Kohn, D., Koller, T., & Rehm, W. (2023). Prime Numbers: Stop obsessing about earnings accretion. *McKinsey & Company, Strategy & Corporate Finance*. Recuperado de: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-strategy-and-corporate-finance-blog/stop-obsessing-about-earnings-accretion>

Kempf, T. (2003). PeopleSoft calls Oracle bid 'atrocious'. *www.cnet.com*. Recuperado de: <https://www.cnet.com/tech/services-and-software/peoplesoft-calls-oracle-bid-atrocious/>

Millstone, D., & Subramanian, G. (2007). Oracle v. PeopleSoft: A case study. *Harvard Negotiation Law Review*, 12, 1. Recuperado de: <https://ssrn.com/abstract=816006>

Oracle Corporation (2002). *Attack PeopleSoft* [Presentación interna]. Recuperado de: <https://www.justice.gov/sites/default/files/atr/legacy/2006/10/06/204121.pdf>

Oracle Corporation (2003). *Form 10-K for the fiscal year ended May 31, 2003*. Recuperado de: <https://investor.oracle.com/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=2356407>

- Oracle Corporation (2003). *Form 10-Q for the quarter ended December 31, 2003*. Recuperado de: <https://investor.oracle.com/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=2651179>
- Oracle Corporation (2004). *Form 10-Q for the quarter ended February 28, 2004*. Recuperado de: <https://investor.oracle.com/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=2838953>
- Oracle Corporation (2004). *Form SC TO-T/A: Amended tender offer statement by third party*. Filed December 13, 2004. Recuperado de: <https://investor.oracle.com/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=3337263>
- Oracle Corporation (2005). *Form 10-Q for the quarter ended February 28, 2005*. Recuperado de: <https://investor.oracle.com/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=3563028>
- Oracle Corporation (2005). *Form 10-K for the fiscal year ended May 31, 2005*. Recuperado de: <https://investor.oracle.com/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=3769211>
- Oracle Corporation (2007). *Form 10-K for the fiscal year ended May 31, 2007*. Recuperado de: <https://investor.oracle.com/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=5274506>
- Orlov, L. (2003). Oracle Goes Hostile After PeopleSoft. *Forbes*. Recuperado de: https://www.forbes.com/2003/06/06/cx_ld_0606orcl.html
- PeopleSoft, Inc. (2003). *Form 10-K for the fiscal year ended December 31, 2003*. Recuperado de: <http://www.getfilings.com/o0000891618-04-000667.html>
- PeopleSoft, Inc. (2004). *Form 10-Q for the quarter year ended September 30, 2004*. Recuperado de: <http://www.getfilings.com/o0000891618-04-001318.html>
- PeopleSoft, Inc. (2004). *Soliciting material under § 240.14a-12*. United States Securities and Exchange Commission [Schedule 14A]. Recuperado de: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/875570/000095013404017813/f03155a2defa14a.htm>
- Rifkin, G. (1998). Post-Merger Integration: How I.B.M. and Lotus Work Together. *Strategy + Business, Third Quarter 1998, Issue 12*. Recuperado de: <https://www.strategy-business.com/archives/?issue=18692>
- SAP SE. (2003). *Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2003*. Recuperado de: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1000184/000115697304000314/f00725e20vf.htm>
- Siebel Systems (2005). *Form 10-Q for the quarter year ended March 31, 2005*. Recuperado de: <http://getfilings.com/o0001006835-05-000017.html>
- Subramanian, G. (2003). Bargaining in the shadow of takeover defenses. *Yale Law Journal*, 113, 621-686. Recuperado de: <https://ssrn.com/abstract=442721>
- Subramanian, G. (2007). Bargaining in the shadow of PeopleSoft's (Defective) Poison Pill. *Harvard Negotiation Law Review*, 12, 41. Recuperado de: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Subramanian_568.pdf
- U.S. Securities and Exchange Commission (2004). *Form SC TO-T/A: Third party tender offer statement [amend]*. Filing date: November 16, 2004. SEC Accession No. 0001193125-04-198477. Recuperado de: <http://pdf.secdatabase.com/575/0001193125-04-198477.pdf>

Van Horne, J. C., & Wachowicz Jr, J. M. (2005). *Fundamentals of Financial Management*. Pearson education. Recuperado de:
https://www.academia.edu/download/62245378/epdf.pub_fundamentals-of-financial-management-13th-edition.pdf.pdf20200301-91098-1fkezmh.pdf

7. Anexo

7.1. Glosario

1. **Accretion:** aumento en el valor de las ganancias por acción de una empresa tras un *M&A*, donde los ingresos generados por la adquirida superan los costos de la transacción.
2. **Adquirente:** en el contexto de *M&A*, es la compañía que busca comprar a otra. En el contexto de *Hostile Takeovers*, es aquella empresa que hace una oferta hostil de adquisición a otra.
3. **Bump & rush:** en *takeovers*, una estrategia donde el comprador actúa rápidamente para adquirir la mayor cantidad de acciones posible pagando una prima para obtener control sobre la *target*.
4. **Customer Assurance Program (CAP):** disposición contractual empleada como herramienta de defensa para la protección de clientes de la empresa objetivo ante una adquisición hostil.
5. **Dead Hand Provisions:** Una forma extrema de píldora venenosa que limita la capacidad de un nuevo consejo de administración para redimir o modificar una píldora venenosa existente.
6. **Defensas antitakeover:** estrategias y tácticas adoptadas por una empresa para protegerse contra un intento de adquisición no deseado por parte de otra compañía.
7. **Dilution:** disminución en el valor de las ganancias por acción de una empresa tras un *M&A*, donde los ingresos generados por la adquirida son inferiores a los costos de la transacción.
8. **Enterprise Application Software (EAS):** un conjunto de aplicaciones diseñadas para satisfacer las necesidades específicas de una organización a gran escala.
9. **Embedded defenses:** acciones que la junta directiva aparenta tomar por razones comerciales que también tienen el efecto de disuadir ofertas públicas de adquisición.
10. **Enterprise Resource Planning (ERP):** un tipo de EAS que integra las facetas de una operación empresarial, incluyendo la contabilidad, la gestión de recursos humanos, la gestión de la cadena de suministro, etc.
11. **Golden Parachute:** acuerdo de indemnización otorgado a altos ejecutivos en caso de cambio de control en la empresa.
12. **Hostile Takeover:** intento de compra de una empresa sin el consentimiento de su dirección, presentado una oferta directamente a los accionistas a un precio superior al del mercado.
13. **Leyes Antimonopolio (Antitrust law):** conjunto de regulaciones diseñadas para promover la competencia y prevenir prácticas comerciales desleales.
14. **Mergers & Acquisitions (M&A):** estrategias corporativas que implican la unión de dos empresas en una sola (fusión) o la compra de una empresa por otra (adquisición).

15. **New York Stock Exchange (NYSE):** la bolsa de valores más grande del mundo en función de la capitalización de mercado total de sus valores cotizados.
16. **Oferta Pública de Adquisición (Tender Offer):** oferta pública para comprar acciones de una empresa a un precio determinado y durante un periodo de tiempo limitado.
17. **Prima de Control:** diferencial que un adquirente está dispuesto a pagar por encima del precio de mercado para obtener el control de una empresa objetivo.
18. **Poison Pill:** estrategia antitakeover que permite a los accionistas de la *target* comprar acciones a precio reducido para diluir la posición de la adquirente y complicar la adquisición.
19. **Proxy fight o proxy contest:** se refiere al acto de un grupo de accionistas que unen fuerzas e intentan reunir suficientes votos de los accionistas para ganar una votación corporativa.
20. **Securities and Exchange Commission (SEC):** agencia del gobierno de EEUU responsable de regular la industria de valores.
21. **Stakeholder:** cualquier individuo, grupo u organización que tiene un interés en el resultado de una empresa o proyecto.
22. **Stockholder:** una persona o entidad que posee acciones en una empresa.
23. **Target:** en el contexto de *M&A*, es la empresa que es objeto de una posible adquisición.
24. **Tin Parachute:** paquete de indemnización por despido para los empleados en caso de un cambio de control, como una adquisición hostil en previsión de reducciones de personal.
25. **Transaction Committee:** en este caso puntual, se refiere a un comité de PeopleSoft compuesto por directores independientes con el objetivo de evaluar y responder a la oferta de Oracle.
26. **Unocal test:** prueba bajo la cual el tribunal aplica un escrutinio reforzado a las acciones de la junta tomadas para defenderse de una oferta hostil.
27. **Williams Act:** ley federal que regula las ofertas públicas de adquisición, exigiendo a los postores que hagan ciertas divulgaciones y que sigan determinados procedimientos.