

LA LEY DE SOCIEDADES COMERCIALES, EL DECRETO PEN 2284/91 Y LAS RESOLUCIONES DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES

Carlos S. Odriozola

1. Las reformas de la ley de Sociedades Comerciales deben estar precedidas de un consenso de la doctrina, apoyándose en el análisis de la jurisprudencia y resultar de una atenta observación de la realidad.

Deberá resguardarse la seguridad jurídica, consecuencia de la permanencia de las leyes y de su correcta interpretación, respetando la jerarquía de las normas y el principio de separación de los Poderes.

2. La alteración del derecho de los accionistas a la suscripción preferente de las acciones y a su limitación o suspensión (art. 194 y 197 LS), por la vía del dec. 2284/91 importa una ingerencia ilegítima de la Comisión Nacional de Valores y contraria al objetivo desregulatorio del mencionado decreto.

3. El régimen del *take over* a través de la OPA regulado por las resoluciones 190/91 y 204/92 de CNV constituye un procedimiento cuyo análisis -más allá de su impugnación formal- debe profundizarse con el estudio de sus antecedentes nacionales y extranjeros para advertir si sus objetivos, libre juego de la oferta y de la demanda, optimización del precio y tratamiento igualitario de los accionistas, constituyen fundamento suficiente para apartarse de los principios generales sobre la compra - venta de acciones de las sociedades que cotizan en Bolsa.

1. Hemos sostenido reiteradamente la perfectibilidad de la normativa societaria tal como ya se expresara en la Exposición de Motivos de la ley 19.550. Tal objetivo constituye un impulso permanente para el estudio y la investigación del derecho societario reflejado en el número y calidad de los trabajos de doctrina, en los Congresos y Jornadas realizados y en la importante jurisprudencia que ha sucedido a la ley de 1972.

Con la misma convicción destacamos que esa evolución legislativa debe asentarse sobre una opinión decantada, fruto de estudios y de experiencias, tal como ocurriera con nuestra Ley de Sociedades Comerciales que recogiera los

antecedentes valiosos de las, en ese entonces, recientes legislaciones francesa, alemana e italiana, contando asimismo con los precedentes casi inmediatos de los trabajos de Miguel Bomchil (Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, 1958) y particularmente con el anteproyecto de Ley General de Sociedades de Carlos C. Malagarriga y Enrique Aztiria y con la labor de la Comisión Revisora de 1963 presidida por Isaac Halperín. Recién después llegó la tarea de la Comisión que se extendiera durante varios años, y que redactara el proyecto de la que fuera luego ley 19.550, previa difusión y discusión de lo elaborado, con consultas a Academias, Universidades, Instituciones, Centros de Estudio, Colegios de Abogados, Profesores y Juristas, cuyas respuestas fueron detenidamente consideradas⁽¹⁾.

La importante reforma de 1983 (ley 22.903) recogió con prudencia críticas y observaciones a la ley 19.550 y reguló soluciones que en muchos casos ya habían sido recogidas por la jurisprudencia⁽²⁾.

2. Nos hemos detenido en las reflexiones precedentes para destacar que si bien como lo dijera Rojo⁽³⁾ "La historia del derecho de las sociedades anónimas es la historia de sus reformas" no puede llegarse a ellas de una manera apresurada desmereciendo el valor de la seguridad jurídica que no solo es consecuencia de la permanencia de las leyes y de su correcta interpretación, sino que también dimana del conocimiento y de la perdurabilidad de las corrientes jurisprudenciales que llevan en definitiva, a la prevención o a la superación de los conflictos.

A todo ello debemos agregar la necesidad de que se respete en las reformas la jerarquía de las leyes y el principio de la separación de los poderes (art. 31 C. Nacional).

No podemos, pues dejar de expresar nuestro reparo a reformas que se han introducido al régimen societario a través de decretos del Poder Ejecutivo Nacional o de resoluciones de la Comisión Nacional de Valores. Conspira ello contra el Estado de Derecho, aumenta el costo argentino y desmerece ideas o propuestas que mueven a su consideración con todo interés.

3. Señalamos también, nuestro apoyo a los esfuerzos dirigidos a la formación de un mercado de capitales que provea de fondos a las empresas ya sean de particulares o de entes institucionalizados, y es nuestro deseo que ello no se vea perturbado por regulaciones que pueden llevar a una posición de desconfianza o

(1) Véase, Zaldivar, Enrique, "Otro intento de reforma de la ley de Sociedades Comerciales", El Derecho, 22/4/92).

(2) Véase, entre otros, los fallos "Quilpe" respecto del domicilio; "Carabassa" sobre legitimación para impugnar la asamblea; "Riello" en materia de revocabilidad del receso; "Cattaneo" y "Compañía Azucarera Tucumana" en materia de responsabilidad de los directores.

(3) Véase, Rojo Angel, "La sociedad anónima como problema", Revista de Derecho Mercantil", N° 187/188, año 1988, pág. 8. Madrid.

al menos de preocupación tanto a los accionistas controlantes como a aquellos que son minoritarios. Adviértase para apreciar la trascendencia del tema que las acciones que se negocian en la Bolsa constituyen un porcentaje menor del capital accionario de las sociedades autorizadas y que, como consecuencia de las privatizaciones y de nuevas emisiones de acciones, se han incorporado como accionistas cientos de miles de pequeños inversores.

4. Dentro del contexto general que hemos descripto precedentemente se inscriben algunas de las importantes regulaciones que motivan nuestra preocupación.

4.1. El decreto PEN N° 2248 y el derecho de preferencia.

El derecho de suscripción preferente de nuevas acciones y el derecho de acrecer, reconocidos en el art. 194 LS con los supuestos de suspensión o limitación previstos en el art. 197 LS, se corresponden a nuestra evolución legislativa luego de su reconocimiento y exigibilidad por parte de los organismos administrativos de control. Es coincidente su regulación con la de otras legislaciones del derecho europeo y latinoamericano ⁽⁴⁾. Su objetivo es el de posibilitar el mantenimiento de la proporción en la participación del capital social, con clara trascendencia en el ejercicio de variados derechos. La suspensión o limitación del derecho de preferencia se regula con criterio restrictivo y con carácter de excepcionalidad.

El decreto 2284/91, orientado a la desregulación económica, subordina en su art. 84 el ejercicio de aquellos derechos de suscripción preferente y de acrecer en las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones a "los plazos, modalidades y formas que fije la Comisión Nacional de Valores". Este criterio abusivamente reglamentarista no se detiene solamente allí, sino que avanzando sobre la ley de Sociedades Comerciales y sobre lo que constituye ámbito exclusivo de competencia de la asamblea de accionistas, reconoce a la Comisión Nacional de Valores la facultad de "suspender" el ejercicio de aquellos derechos de suscripción preferente y de acrecer. Más aún la Comisión podrá subordinar el derecho de la sociedades

(4) Código Civil Italiano, art. 2441; "Code des Obligations" (Suiza), art. 652; Ley de Sociedades Anónimas de España (22/12/1989), art. 48, inc. 2.b.; Societes Comerciales, (Francia), arts. 184/185; Ley Brasileña de Sociedades por Acciones, art. 109, párrafo IV, 171 y 172; Sociedades Comerciales (Uruguay, ley 16.060, 4/9/1989) arts. 319 inc. 4, 326, 327, 328, 329, 330; Ley de Sociedades Anónimas (Chile, ley N° 18.046, 22/10/1981 art. 25).

En el derecho norteamericano existen regulaciones que establecen que el derecho de preferencia de los accionistas puede ser incluido en los los artículos de incorporación ("Califomia Corporation Code", Chapter 2, Sec. 204 (2); "Delaware General Corporation Law", Sec. 160 (a.1) señalándose expresamente en otras regulaciones que si no se lo incluye entre los arts. de incorporación ese derecho no será reconocido (New York Business Corporation" Sec. 622 (i); "Revised Model Business Corporation Act", sec 6.30 (a))

de limitar o suspender el ejercicio de aquellos derechos (art. 197 LS) a lo que ella reglamente.

Ninguna explicación se proporciona en los extensos considerandos del decreto respecto de estas trascendentes disposiciones, pero entendemos que las mismas introducen un factor de inseguridad en los accionistas e inversores al advertirse que derechos tan significativos como los que están en juego podrán ser regulados o suspendidos por la autoridad de contralor superando las vallas legales y las decisiones asamblearias.

La Comisión Nacional de Valores llevando a la práctica las facultades delegadas por el art. 84 del dec. 2284/91, ha dictado la reciente resolución 203/92 (26/5/92) por la que autoriza a las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones a "reducir hasta un mínimo de cinco días el plazo fijado en el art. 194 de la ley Nº 19.550 para el ejercicio de los derechos de suscripción preferente y de acrecer allí previstos". Se reduce, en consecuencia, el plazo de 30 días previsto por la ley 19.550 y se lo lleva a un mínimo de 5 días. Más allá de las apreciaciones de carácter general que formuláramos al comienzo de esta ponencia (punto 2) que reiteramos frente a esta clara violación de principios constitucionales, observamos críticamente -por excesivamente reducido- el plazo consignado como límite mínimo para el ejercicio de los derechos del art. 194 LS.

5. El *take over* y las resoluciones 190/91 y 204/92 de la Comisión Nacional de Valores.

La resolución 190 CNV reedita, con algunas variantes en lo que respecta a la adquisición de control mediante oferta pública, la Res. 61/80 que frente a las impugnaciones que recibiera de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, del Mercado de Valores de Buenos Aires y de la Cámara de Sociedades Anónimas se convirtió en una disposición de carácter facultativo (Res. 63/81) perdiendo toda virtualidad ⁽⁵⁾.

Con la resolución 190/91 CNV y su modificatoria 204/92 se incorpora, pues, lo que es conocido como la OPA, o sea la oferta pública de adquisición de acciones. Se trata de una técnica jurídica dirigida a la obtención del control de una sociedad, en la mayoría de los casos para integrar con ella un grupo de sociedades mediante la formulación de una oferta fuera de la Bolsa ⁽⁶⁾. Constituye en consecuencia uno de los procedimientos a seguir en la búsqueda del control, juntamente con la cesión

(5) Bomchil Máximo (h), "Breve comentario a la resolución 61 de la Comisión Nacional de Valores sobre oferta pública para adquisición de control", RDCO 1980, pg. 623; y "Comentario a la resolución 63/81 de la Comisión Nacional de Valores", RDCO 1981 pg. 867

(6) Embid Irujo, José Miguel, "Grupos de sociedades y accionistas minoritarios", pg. 32 y 41, Madrid 1987

del control o compra del paquete accionario que lo confiere y la compra sucesiva de paquetes minoritarios de acciones.

El procedimiento de la OPA, regulado en el derecho continental europeo en años recientes⁽⁷⁾, reconoce su aparición en Estados Unidos de Norte América, a partir de la década de los 60 a través de los *tender offers* por el stock de otras sociedades mediante la invitación a los accionistas -a través de una solicitud general o un aviso- a ofrecer sus acciones a un representante, generalmente un banco, a la sociedad ofertante. Las ofertas se realizan por encima del precio de mercado, a veces superior al 100% y condicionadas a que el ofertante reciba una cantidad de acciones de la sociedad *target* (blanco) que le otorgue el control⁽⁸⁾.

Observan también Klein y Coffee⁽⁹⁾ que en los últimos años se ha producido un sustancial incremento en la magnitud de las transacciones, que el sobreprecio se ha estabilizado en un 50% por encima del precio histórico de las acciones y que el crecimiento se ha debido a financiaciones cada vez más accesibles, las que han llegado a particulares y accionistas.

La regulación de la toma de control de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones está dirigida a resguardar la igualdad entre los accionistas con una oferta generalizada, procurar una mejora del precio, poner en evidencia -eventualmente- una puja por el control de la sociedad con incidencia en el precio de las acciones y, como efecto o consecuencia del cambio de control, posibilitar la renovación de la administración e inclusive llevar a la sociedad a la liquidación o a la venta de sus activos más valiosos con una intención especulativa o para suprimir un competidor.

El cambio sustancial que importa la transferencia del control ha llevado al desarrollo de las llamadas defensas *anti-OPA*, cuya consideración nos permite advertir los riesgos que existen para el futuro desenvolvimiento de la empresa cuando se llega al mismo mediante el *take over* hostil, como así también los diferentes recursos defensivos resultantes del sistema legal societario. La mayor amplitud de defensas que se advierte en U.S.A. con todo un conjunto de decisiones que se oponen a las intenciones del raider y que se identifican con un lenguaje particularmente gráfico han sido sintetizadas por Raymonde Vatinet⁽¹⁰⁾ y son la

(7) Francia desde 1966, España a partir de 1984, Italia con su reciente ley del 12/2/92; en Gran Bretaña en el "City Code on take overs and mergers".

(8) Klen William A. y Coffee John C. "Business Organization and Finance" pg. 165, New York 1990; Edward Ross Aranow, Herbert A. Einhorn, George Berlstein "Developments in Tender Offers for Corporate Control" New York 1977, pgs. 1/10. William Act, 1968.

(9) Ob. cit. pg. 166.

(10) "Les defenses anti-OPA", Revue des Societes, N° 4, oct./dec.1987, pág. 542, (13: "La "beaute endormie" s'evueillera aux cotés d'un prince charmant ou d'un chevalier blanc qui l'aidera a lutter

consecuencia de un régimen legal que confiere mayores facultades al Directorio en contraposición con la regulación societaria del tipo francés o español que a semejanza de la nuestra se encuentra con las limitaciones de normas similares a las de nuestros artículos 59 y 274 LS, debiendo darse intervención a la asamblea para la toma de decisiones que podrían importar un obstáculo o provocar desaliento para la consumación del *take over*, tales como aumentos de capital, aportes en especie, restricciones a la transmisión de las acciones, emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones, honorarios de directores, distribución de ganancias, venta de activos significativos, etc.⁽¹¹⁾

5.1. La referencia a las defensas *anti-OPA* y las intenciones del *raider* que en muchos casos puede ser contraria al interés social y en definitiva al de los accionistas, nos llevan a destacar el riesgo de una regulación como la adoptada por la Comisión Nacional de Valores, que conlleva un grado de inseguridad a las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones frente a la posibilidad de un cambio de control. De ahí que luzca como recomendación irónica o prudente la afirmación de Vatinet⁽¹²⁾ de que la insuficiencia de los medios de defensa contra las OPA llevará a las sociedades a elegir el único modo de protección totalmente seguro: "*le retrait pur et simple de la cotation boursiere*".

Por todo lo que venimos exponiendo es que consideramos que la regulación del *take over* es merecedora de un amplio y esclarecedor debate atendiendo a nuestro régimen legal y a las características de nuestro mercado de capitales. Entendemos asimismo que tal regulación excede las funciones de la Comisión Nacional de Valores (art. 6º, inc. d) y 7º ley 17.811) y que su incumplimiento, por no estar alcanzado por el art. 11 de la Res. 190/91, no daría lugar a la aplicación de las sanciones previstas en el art. 10 de la ley 17.811.

Repárese que para el dictado de la Res. 190/91 se invoca lo dispuesto en el art. 80 del decreto 2284/91 que se refiere exclusivamente a la competencia de la Comisión Nacional de Valores para establecer los requisitos de información a los

contre le chevalier noir. Pour ce faire, elle utilisera des pilules empoisonnees, des pissons-chats ou des fusées a étages. Ses dirigeants prépareront leurs parachutes d'or (ou d'étain selon leur place dans la hiérarchie). Si tout cela ne suffit pas, la beaute séduisante lancera une defence PACMAN (du nom d'un jeu video) contre son adversaire ou cèdera a son chantage au billet vert, nom sans avoir pratiqué au préalable la "politique de la terre brûlée" en cédant les "bijoux de la couronne"...

(11) Zurita y Saenz de Navarrete Jaime, "La oferta pública de adquisición (O.P.A.)" Madrid 1980, pgs. 470/476.

Postiglione Carlos Javier, "La mecánica del "take over" y la toma del control de las sociedades en Argentina", La Ley, 19/2/92.

Schlossberg Gustavo Mirkó, "La adquisición de empresas, una temática de actualidad", La Ley 1989-A pgs.1060/1066 y "La adquisición de empresas en el ámbito internacional", La Ley 25/6/92.

(12) Vatinet, R., ob.cit. pg. 568.-

que deberán sujetarse las sociedades emisoras que hagan oferta pública de sus títulos valores, sus administradores, personas autorizadas para intermediar en la oferta pública de títulos valores y otros que menciona, pero en modo alguno se alude en la referida norma al *take over* ni a las exigencias informativas que pudieran ser impuestas a quienes participan como compradores o vendedores en transacciones sobre títulos valores. Tampoco es acertada la referencia del último considerando de la Res. 204/92 por la que se sustituye el art. 7º de la Res. 190/91. Se menciona allí el art. 7º de la ley 17.811 y el art. 81 del decreto 2284/91. El primero faculta el dictado de normas referidas a quienes intervengan en la oferta pública de títulos valores "a los efectos de acreditar el cumplimiento de los requisitos establecidos en esta ley" entre los que no se encuentran los referidos al *take over*. El segundo (art. 81 dec. 2284/91); está referido a la determinación de aranceles. Si la cita ha sido efectuada por error y el artículo que se ha querido mencionar el Nº 80, es de aplicación al caso -para descalificar su invocación- lo que hemos dicho a su respecto más arriba.

Finalmente corresponde observar que no puede legitimarse el dictado de las normas que venimos considerando en la ley 23.697 (arts. 40 y 41) toda vez que la delegación de facultades allí autorizadas lo es para supuestos diferentes y su interpretación debe ser necesariamente restrictiva.

5.2. Pero más allá de estas observaciones de carácter general y concentrando nuestra atención en los artículos pertinentes de las resoluciones de la Comisión Nacional de Valores que nos ocupan (art. 7 y 8 Res. 190/91 y 204/92) debemos formularnos nuevos interrogantes.

Advertimos que los comportamientos descriptos en los arts. 7 y 8 difieren en razón de su intencionalidad. Si yo "me propongo obtener una cantidad de acciones que me (le) permite alcanzar el control de una sociedad a través de una oferta pública de adquisición" me debo ajustar obligatoriamente al procedimiento que allí se describe en cuanto a informe previo de la oferta a la Comisión Nacional de Valores, a una publicidad suficiente y adecuada, a la determinación del plazo de duración de la oferta, a la emisión de un compromiso de adquisición irrevocable que se cumplirá a prorrata en caso de que las propuestas de venta superen la cantidad de acciones que deseo adquirir.

En cambio si compro o vendo acciones "en cantidad tal que implique un cambio en las tenencias que configuren el o los grupos de control afectando su formación, deberé informar a la Comisión Nacional de Valores ...". También deberé cumplir con el deber de informar cuando se adquieran acciones que otorguen más del 5% de los votos que puedan emitirse a los fines de la formación de la voluntad social.

Ese análisis comparativo lleva a concluir que para la toma de control de una

sociedad que hace oferta pública de sus acciones se pueden tomar dos caminos diferentes. El del art. 7º (Res. 204/92) con sólo el deber de informar o el del art. 8º (Res. 190/91) sujeto necesariamente a un procedimiento regulado. La falta de discusión y de información al respecto impide discernir si esa dicotomía es lo que se ha buscado o si se ha querido imponer un procedimiento obligatorio de *take over* que no ha resultado tal en la regulación.

Tampoco es precisa la referencia al objetivo: "alcanzar el control de una Sociedad...". ¿A qué clase de control se alude?. Descartamos que sea aquel que se derive de "especiales vínculos existentes entre las Sociedades" y entendemos que debe tratarse del contemplado en el art. 33 inc. 1º LS y no aquel que pudiera resultar de "una influencia dominante como consecuencia de acciones... poseídas", pues caso contrario sería muy difícil determinar el supuesto de aplicación de la norma al no existir precisión del porcentaje de acciones necesarias para lograr esa influencia dominante. De compartirse la posición que sustentamos la aplicación del *take over* sería prácticamente nula ya que la existencia de un capital disperso de más del 50% constituye una *rara avis* entre las sociedades que cotizan en Bolsa ⁽¹³⁾.

5.3. No debe verse en nuestros comentarios precedentes una posición cerrada frente a la regulación de la OPA desde un punto de vista teórico. Lo afirmado constituye una crítica a su instrumentación formal y al contenido de la normativa y alerta sobre la necesidad de un amplio debate sobre el tema.

La cuestión excede a la simple toma de control mediante la formulación de la oferta pública de adquisición de acciones y se relaciona con las personas e intereses afectados por el cambio del control ya sea por aquel medio o a través de la cesión del paquete de control o de mayoría o por las transferencias sucesivas de acciones. Desde otro ángulo la aceptación de la regulación de la OPA impone una agravación del deber de informar y de la obligación de guardar reserva, (*insider trading*) tal como lo contempla la Res. 190 CNV.

Los primeros afectados con la OPA son los administradores de la sociedad objetivo o blanco que perderán -casi con seguridad- su posición de tales al cambiar de mano el control. De ahí la clásica división entre la toma de control amistosa -cuando se facilita el procedimiento y no se lo resiste- y la hostil que da lugar a las ya referidas defensas *anti-OPA*. Naturalmente que es ésta -la hostil- la más común en la experiencia extranjera.

Los destinatarios de la OPA son los accionistas que al aceptar la oferta de compra -acompañada de un plus valor- optimizan el precio de sus acciones. En tal sentido la Res. 190/91 CNV (art. 8º) determina que la compra se hará a prorrata

(13) Odriozola, Carlos S. "Acerca de las acciones de control", RDCO 1978, pgs. 1233/1243.

cuando los enajenantes superen la cantidad de acciones que se desean adquirir. En el derecho brasilero -y persiguiendo el mismo principio de transparencia y de igualdad- se obliga al cesionario del control a formular una OPA a los socios minoritarios de la sociedad, cuyo control se cede, en condiciones similares a las establecidas para el cedente del control ⁽¹⁴⁾. En Francia y con referencia al Reglamento de la Compañía de Agentes de Cambio, señala Oztek ⁽¹⁵⁾ que la *“nueva reglamentación protege a los accionistas externos contra las modalidades abusivas de las cesiones de control, por una parte, suprimiendo el carácter oculto de la operación y, por otra parte, imponiendo a la sociedad holding, adquirente del control, la compra de los títulos de los accionistas externos...”*.

Pero no solamente encontramos que esta igualdad de trato puede perseguirse con la regulación de la OPA sino que constituye también un tema de preocupación de la jurisprudencia y doctrina extranjera analizar si el plus valor correspondiente a las acciones mediante cuya adquisición se ha operado la cesión del control debe ser ingresado a la sociedad en beneficio final de todos los accionistas ⁽¹⁶⁾.

Es de interés en tal sentido seguir el análisis que efectúa sobre la cuestión Embid Irujo ⁽¹⁷⁾ quien se pregunta -frente a los argumentos que se pueden esgrimir en favor o en contra de la distribución igualitaria del plus valor de las acciones de control *“si la finalidad de obtener el control de una sociedad impone a la venta de títulos un régimen jurídico especial orientado a la protección de la minoría, o si, en el caso negativo, deben observarse, simplemente, las reglas del Derecho de contratos”*.

Antes de señalar nuestra posición personal al respecto y para acotar la importancia del tema debemos precisar que la OPA tal cual está regulada en la Res. 190/91 CNV no constituye el único procedimiento que puede seguir quien desee tomar el control de una sociedad. Entendemos que la regulación de la OPA sólo está impuesta cuando el control se persigue a través de una oferta pública pero ello no obsta a que se obtenga el control por la cesión directa del paquete que lo confiere

(14) Embid Irujo, ob.cit. pg. 58 y cita al pie Nº 68.

(15) Oztek, Selcuk “La protection des actionnaires externes dans les groupes de societes diriges par une societe holding”, Lausanne 1982, pg. 164.

(16) “Societe Generale de Belgique c/Cerus” Cour D’appel de Bruxelles, “Revue des Societes” Nº 2 Avril/Juin 1988.

“Devanlay SA c, Societe des Galeries Lafayette” Cour D’Appel de Paris “Revue des Societes” Nº 1 Janvier/Mars 1992.

Le Pera, Sergio “Transferencia de control societario”, Revista de la Asociación Argentina de Derecho Comparado, año 1988, Nº 7, pgs. 157/176.

Cary William y Eisenberg Melvin Aron, “Corporations - Cases and Materials” University Casebook Series, march 1991, pgs. 656/660; 670/678.

(17) Embid Irujo, ob.cit. pgs. 60/61

o a través de compras sucesivas. Si la respuesta que se sostuviera fuera la contraria, -la OPA como única forma de adquisición del control- se abriría un amplio camino litigioso toda vez que los accionistas que no han transferido sus acciones demandarían la nulidad de la operación o exigirían la compra de sus acciones o la distribución del plus valor.

La OPA constituye un procedimiento para la obtención del control, que persigue con su regulación el libre juego de la ley de la oferta y de la demanda y la igualdad de trato entre los accionistas y no impide la cesión de control mediante operaciones directas que no constituyen oferta pública ni mediante la compra sucesiva de acciones. Su utilización -más allá de los loables propósitos teóricos que la sustentan- puede dar lugar a cuestionamientos legales, cuando es resistida por los administradores de la sociedad objetivo o *target* a través de las defensas *anti-OPA* situación que se agrava en nuestro caso por las deficiencias apuntadas en la instrumentación legal.

Buenos Aires, Julio de 1992