

## EL REGIMEN DE OFERTA PUBLICA EN LA DECADA DEL OCHENTA

Jorge Roberto HAYZUS

### I.- Crecimiento económico apoyado por recursos de capital interno.

En vista de un crecimiento económico sostenido, este trabajo adopta dos supuestos como punto de partida para la consideración del tema:

**1.-** Dado el papel dinámico que se atribuye al sector privado conforme a la nueva política económica, deberá intervenir en forma preponderante la inversión de capitales internos, volcada a empresas locales, y

**2.-** Cierta proporción de dichas empresas deberá adoptar una estructura de capital abierto, para expandir sus respectivos negocios y lograr las ventajas de economías de escala, sobre una base patrimonial adecuada.

Desde el momento que las grandes agregaciones de capital de riesgo sólo se consiguen mediante la participación de numerosos inversores, cada uno de los cuales prefiere comprometer aportes menores en varias empresas grandes, más bien que concentrando todos sus recursos disponibles en una sola tenencia, puede preverse.

**en términos de mercado:** Que el flujo de capitales internos hacia las empresas argentinas aumentará tanto más cuanto más amplias y diversas opciones haya para la inversión accionaria y

**en términos de empresas:** Que la indispensable distribución de su capital entre muchos accionistas implicará un continuo sometimiento al régimen de oferta pública, que regula el acceso de dichas empresas al mercado de capitales.

Visto en perspectiva de futuro, el régimen legal de la oferta pública se presenta entonces como un instrumento de política económica orientado hacia objetivos de largo alcance, que debe ser manejado con la prudencia y continuidad que corresponden en materias tan delicadas como lo son en efecto la canalización de recursos internos a través de los mercados primarios (colocación de nuevas emisiones), y secundarios (negociación de acciones en circulación), así como la defensa de la fe pública.

Como herramienta para el desarrollo de la supervisión del mercado interno de capitales, el régimen de oferta pública no puede desentenderse de las circunstancias en que se desenvuelve la política económica general. Su aplicación práctica se mide por los resultados que van produciéndose sobre la marcha. La eficacia del régimen es tan importante, en orden a los intereses superiores de la Nación, como pueden serlo en sus respectivos sectores, el control de la moneda y del crédito, o la aplicación de la política arancelaria.

### **Implicancias socio-económicas**

Más aún, cabría afirmar que la acertada implementación del régimen de oferta pública en las distintas áreas: reglamentaria, administrativa y judicial, importa sobremanera al desarrollo de procesos socio-económicos de largo plazo, cuyo significado político no podría ser ignorado. Esta vertiente del tema tendría que ser explorada con el mayor empeño, pero las limitaciones propias de este trabajo impiden hacerlo aquí. Basta con señalar al respecto que:

- Por razón de su tamaño, la moderna sociedad de capital abierto funciona con organización compleja, apoyada en técnicas de gestión que implican una gerencia profesional. Este esquema reclama, y por consiguiente reconoce, talentos directivos diferentes de los tradicionales.

- Por razones de competencia, la empresa argentina debe ponerse en condiciones de estructura y recursos similares a las de empresas externas ya establecidas en el país, o que presumiblemente ingresarán en el porvenir.

- En tanto las empresas privadas de capital interno se retrasen en su evolución o no puedan asumir las nuevas iniciativas que plantea el crecimiento económico del país, no cabe esperar más que un avance de la actividad estatal o bien el estancamiento en sectores importantes.

### **La oferta pública como marco de referencia**

Frente a los desafíos de la década del ochenta, parece necesario reivindicar la importancia del régimen de oferta pública como mecanismo idóneo para lograr respuestas correctas a los estímulos de la competencia en una economía cada vez más abierta, así como para facilitar el concurso del ahorro interno en la realización del enorme esfuerzo de inversión privada que está siendo exigido en la modernización del parque industrial y la explotación de recursos naturales.

En la óptica del presente trabajo, la oferta pública es más que un matiz diferencial impuesto por la Ley de Sociedades en el orden interno de las empresas comprendidas por las disposiciones del art. 299 (fiscalización), que se manifiesta en los arts. 237 (convocatoria a asambleas), 255 y 284 (composición del directorio y de la sindicatura), 245 (derecho de receso) y otros concordantes. Es ciertamente más que un procedimiento administrativo previo a la inscripción en Bolsa de nuevas acciones que las empresas admitidas a cotizar deben cumplir cada vez que aumentan su capital. Es para las sociedades ingresadas al régimen y las que quisieran incorporarse en el porvenir, el marco de referencia de sus relaciones con las distintas instituciones del mercado de capitales y con el público, dentro del cual se cuentan los accionistas actuales y los inversores en potencia.

Con el objeto de desentrañar el sentido de la Ley de Oferta Pública, en lo que tiene de específico, y de destacar las finalidades de su aplicación, en lo que hace a la política económica, este trabajo prosigue con una referencia a los principios del Derecho Constitucional.

## **II.- Deslinde de potestades.**

### **1.- Los poderes no delegados**

El art. 67, inc. 11 de la Constitución Nacional determina la jurisdicción "local" para la aplicación de las "leyes de fondo" dictadas por el Poder Legislativo Nacional. Cada una de las Provincias y la Capital Federal tienen, en virtud de ello, poderes propios para:

a) El ejercicio de las facultades que la Ley de Sociedades acuerda a las autoridades de aplicación, en cuanto a los actos societarios que requieren conformidad o previa autorización administrativa o judicial (arts. 5, 53, 167, 299 y siguientes). Vale la pena destacar que esas facultades no derivan de la ley 19550, sino de normas superiores, que en el caso consagran la distribución de poderes entre la Nación y las Provincias (arts. 67 y 104 de la Constitución).

b) El juzgamiento por tribunales ordinarios de las causas civiles, comerciales y penales que se originen en razón del funcionamiento de sociedades anónimas cuya sede social esté radicada en los respectivos territorios, conforme a los principios generales de la competencia de los jueces naturales (art. 18 de la Constitución Nacional) en las acciones privadas (personales y reales) y públicas (delitos), así como a la decantada jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia respecto a lo que debe entenderse por jurisdicción federal o local con motivo del art. 67, inc. 11, de la Constitución.

El ejercicio de las potestades judiciales y administrativas "locales" en materia societaria

se funda, pues, en el principio de los poderes no-delegados de las Provincias (art. 104 de la Constitución). Si en lo relativo a fiscalización de las sociedades anónimas llega a darse a veces una superposición de funciones entre el organismo administrativo y el Juzgado de Registro, en aquellas jurisdicciones donde existe dualidad de contralor, los problemas prácticos derivados de la misma son de orden local, y la solución debe buscarse dentro del mismo ámbito.

En cuanto a los actos societarios originados en cada jurisdicción que hayan pasado por los filtros de la fiscalización administrativa o judicial local y no sean materia de impugnación ante los tribunales locales, deben ser tomados por firmas en cualquier otra jurisdicción.

Ello debe ser así en virtud del recíproco respeto que se deben los poderes locales con relación a los actos jurídicos producidos en sus correspondientes jurisdicciones, en aplicación del art. 9 de la Constitución Nacional, según el cual "los actos públicos y procedimientos judiciales de una provincia gozan de entera fe en las demás". (en la Constitución Norteamericana existe igual principio, consagrado en el art. 4, sección 1 y se alude al mismo como la cláusula de "full faith and credit").

La coexistencia, en el distrito de la Capital Federal, de poderes locales y nacionales, no exime de mantener la distinción basada en principios constitucionales, cuando ella es necesaria en razón de la diversidad de órganos de aplicación, pues los primeros se refieren a la aplicación del derecho común y los segundos a la aplicación de normas específicas de alcance federal, como se verá a continuación.

## **2.- La regulación de sociedades anónimas a nivel nacional**

La Constitución atribuye facultades exclusivas al Congreso Nacional para legislar en materia de bancos (art. 67, inc. 5) y en materia de comercio interprovincial (art. 67, inc. 11). De esta última cláusula surgen las normas sobre seguros y sobre oferta pública de títulos valores, con la consiguiente competencia en estas materias de la Superintendencia de Seguros y de la Comisión Nacional de Valores. Es así como se han creado distintos estratos de supervisión "federal" sobre las sociedades anónimas dedicadas a la actividad financiera o de seguros, que hacen oferta pública de sus valores.

Como además aquellas sociedades están sometidas a fiscalización "local" en virtud del art. 299 de la Ley de Sociedades, se produce una superposición de controles que por momentos ha parecido excesivamente gravosa.

Sin embargo, el deslinde de las diferentes áreas de competencia de los órganos de fiscalización debiera ser factible en función de los objetivos específicos de cada uno de ellos, evitando la duplicación. Respecto de la oferta pública de títulos valores, no cabe duda de que su régimen está correctamente ubicado en un plano "federal", en concordancia con los antecedentes norteamericanos. Las transacciones comerciales originadas en la suscripción y compra-venta de dichos bienes se proyectan más allá de los límites provinciales, por obra de los medios de comunicación e información y por la presencia de Mercados de Valores con alcance regional o nacional. Estamos pues en el terreno del comercio interprovincial. El deslinde jurisdiccional es más fácil aún en el caso argentino, pues las Provincias nunca intentaron - a diferencia de los Estados Norteamericanos - regular la actividad de los intermediarios ni establecer normas para la información al público bajo las llamadas "blue sky laws", que mantienen vigencia en el orden local.

La competencia de la Comisión Nacional de Valores se extiende a todas las materias que la ley 17811 ha abarcado con sentido específico, en relación al lanzamiento y al tráfico de títulos-valores por el método de la oferta pública. Pero así como los poderes de la citada Comisión son excluyentes de todo otro "poder local" en su órbita precisa, es menester advertir que no pueden extenderse más allá de ésta, invadiendo áreas de fiscalización de las sociedades emisoras, que órganos "locales" ejercitan de acuerdo al derecho común y a las

normas administrativas propias de cada jurisdicción provincial.

Las tajantes diferenciaciones de estirpe constitucional que trae implícitas la Ley de Oferta Pública pueden haberse desdibujado en el área geográfica de la Capital Federal, donde ejercen concurrentemente sus diferentes atribuciones dos organismos dependientes del Poder Ejecutivo Nacional, a saber: la Inspección General de Personas Jurídicas y la Comisión Nacional de Valores. En los últimos dos años se ha desarrollado la idea de que la fiscalización de las sociedades anónimas, conforme a la Ley de Sociedades, debiera ser concretada en la Comisión Nacional de Valores, en tanto se trate de sociedades anónimas incorporadas al régimen de oferta pública. Bajo la bandera de la "unificación del control" se cobija la esperanza de poder aliviar las notorias dificultades con las que han tropezado muchas sociedades cotizadas en Bolsa, para llevar adelante sus aumentos de capital accionario.

No es éste el lugar adecuado para tratar las causas más profundas y de orden estructural de aquellas dificultades, cuya solución es por otra parte factible en el plano legislativo. Lo que interesa aquí es señalar que la actividad distinta y paralela de diversos organismos de control, en función del ramo específico de ciertas sociedades anónimas (principalmente entidades financieras y compañías de seguros), no involucra la fiscalización de éstas desde el punto de vista de la Ley de Sociedades. Si la Inspección General de Personas Jurídicas u otros organismos locales de contralor en razón de la forma societaria no tienen que opinar en materia bancaria o de seguro, tampoco está llamada la Comisión Nacional de Valores a considerar asuntos regidos por el derecho común o por otros regímenes especiales.

Por el contrario, pareciera que la concentración de esfuerzos en un área específica, que la Comisión Nacional de Valores abarca con exclusividad, es condición necesaria para que la misma haga avanzar la aplicación del régimen de oferta pública. Así lo está haciendo la propia Ley 17811 cuando al definir las funciones de la Comisión establece en su art. 6, inc. f, que ésta fiscalizará "...el cumplimiento de las normas legales, estatutarias y reglamentarias, **en lo referente al ámbito de aplicación de la presente Ley**".

Consecuente con ésta orientación, la Comisión Nacional de Valores estableció en el año 1971 un criterio que sigue válido en la actualidad. Por Acuerdo N° 1094 de dicho año, su Directorio dispuso que los actos societarios sujetos a fiscalización de la autoridad de contralor a que se refiere la Ley 19550 no serían materia de consideración por la propia Comisión, quedando a su cargo lo pertinente a la oferta pública de títulos-valores según el régimen de la Ley 17811. Este sentido de especificación de competencia del ente administrativo resulta congruente con los principios constitucionales que permiten la coexistencia de las jurisdicciones "locales" en materia societaria, con el régimen de oferta pública en el orden federal.

### **III.- Los campos específicos del régimen de oferta pública**

A partir de tal compatibilización, cabría examinar las finalidades específicas del régimen de oferta pública, a fin de desentrañar algunos de los objetivos concretos que éste debiera proponerse en la década del ochenta.

La Ley 17811 abarca tres horizontes distintos: el de las sociedades emisoras, el de los intermediarios y el de las Bolsas y Mercados de Valores. Sin embargo, el régimen instituido en 1968 presenta una unidad sustancial, a partir del concepto de oferta pública que apunta al establecimiento de condiciones de información adecuada al género de operaciones susceptibles de realizarse mediante la suscripción o compra-venta de títulos valores privados, más allá del ámbito de transacciones negociadas directamente entre las partes.

Cabe recordar, en tal sentido, que la Ley trata acerca de las facultades de la Bolsas de Comercio para dictar Reglamentos de Cotización, a los cuales se someten las sociedades emisoras y cuyas disposiciones se refieren especialmente a la información que éstas deben

brindar respecto de la marcha de sus negocios, las condiciones de sus aumentos de capital y el contenido de las más importantes decisiones de sus directorios y asambleas. En virtud de dichos Reglamentos, las Bolsas tienen facultades de inspección, para verificar si la sociedad emisora está organizada para cumplir con su obligación de informar y si sus estados contables reflejan razonablemente su situación económica y financiera.

Respecto de los intermediarios, la Ley determina las condiciones básicas para el ejercicio de la profesión de Agente de Bolsa y acuerda a la Comisión Nacional de Valores la supervisión sobre los Mercados de Valores, en cuanto concierne al funcionamiento de los mismos en transacciones con títulos—valores cotizados en Bolsa. Igualmente se ocupa de aquellos intermediarios que, sin ser Agentes de Bolsa, intervienen en operaciones con títulos—valores admitidos a la oferta pública.

Estas facetas del régimen se vinculan al objetivo de promoción de un interés general, cual es el desarrollo de las instituciones del mercado de capitales, junto a la vigencia de sanas prácticas en la negociación de papeles privados. Pero no excluyen, sino que más bien presuponen, la aplicación de normas eficaces que regulen la conducta de las sociedades emisoras, verdaderas protagonistas del proceso de expansión de dicho mercado en el contexto de una economía caracterizada por el crecimiento y la inversión.

#### **IV: La relación entre las empresas y el público inversor.**

Volviendo pues a los postulados que sirvieron de punto de partida al presente trabajo, cabe preguntarse, respecto del régimen de oferta pública; ¿qué puede esperarse de su aplicación futura en los dos ejes principales del problema? ¿la apertura del capital de las empresas y el aporte de recursos del ahorro público?

Respecto de la apertura del capital, la actitud de los accionistas mayoritarios —a quienes compete la decisión— será diferente según vean o no suficientes ventajas en reducir voluntariamente su porcentaje de propiedad, ya sea vendiendo acciones de su tenencia o dejando de suscribir su proporción en una nueva emisión. En términos generales, el camino de la apertura será atractivo en tanto se vea que otras empresas lo están recorriendo con éxito. Asimismo, las obligaciones propias de la incorporación al régimen de oferta pública serán asumidas por empresas que hasta al momento se resisten a ingresar, si hay un cierto convencimiento de que el paso vale la pena.

Respecto de la participación del público en el capital de empresas privadas, parece razonable suponer que entre éstas serán las más dinámicas, las mejor dotadas para nuevas iniciativas, las de crecimiento más firme, aquellas que harán el esfuerzo de atraer dichos accionistas y entonces por la vía del lanzamiento de nuevas emisiones más bien que por fraccionamiento de grandes tenencias de acciones en circulación. Pero las condiciones imperantes en el mercado bursátil no serán indiferentes para la captación de capitales frescos y la disposición del público hacia la inversión de riesgo, estará influida por el grado de confianza que se haya establecido en cuanto al trato equitativo y leal que el accionista minoritario pueda esperar por parte de los intermediarios bursátiles y por parte de las mismas empresas.

Las normas de la oferta pública propenden al desarrollo del mercado interno de capitales en ambos niveles, pero las modalidades de aplicación en la próxima década deberán ajustarse a criterios de funcionalidad para que el sistema progrese continuamente hacia metas de largo alcance. Como se intentará demostrar en la parte final de este trabajo, hay mucho por hacer y para lograr los avances esperados, es menester actuar con sentido práctico, resolviendo los problemas de índole repetitiva, para que dejen de serlo y procurando la utilización más racional posible de los recursos disponibles en la esfera administrativa y en el orden judicial, de modo tal que la efectividad del régimen de oferta pública se refleje en la confianza de los inversores.

## 1. Autorización de oferta pública.

En relación con las sociedades emisoras, la Comisión Nacional de Valores tendrá dos clases de solicitudes que resolver:

a) Las de empresas que ingresan al régimen de oferta pública, ya sea por cotización en Bolsa de su capital accionario, o por lanzamiento de una suscripción pública de acciones no cotizadas.

b) Las de empresas ya incorporadas al régimen, que desean realizar el ofrecimiento de una nueva emisión.

Para atender debidamente estos pedidos de autorización de oferta pública, que constituyen su razón de ser, la Comisión Nacional de Valores vería muy facilitada su tarea si excluyese de su consideración aquellos otros aumentos de capital que **no involucran oferta sino distribución** de acciones. La capitalización de utilidades, de reservas facultativas o de Saldo de Revalúo no reviste importancia para el régimen de oferta pública, pues la sociedad emisora no pide nada para sí y los accionistas se atribuyen algo que ya les pertenece. La distribución de acciones liberadas es un incidente de la vida interna de la sociedad anónima, y aunque el aumento de capital nominal obliga a inscribir en Bolsa las nuevas acciones a efectos de su cotización ulterior, no hay cambio en la situación del accionista que tiene derecho a percibir dichas acciones. Si la Comisión Nacional de Valores no puede - a la luz de la Ley de Oferta Pública - desaprobar una emisión de acciones liberadas dispuestas por resolución válida de la Asamblea de Accionistas de la sociedad emisora, no tiene porqué entrar a considerarla. Desde sus orígenes en la legislación Norteamericana, la Securities Exchange Commission fue eximida de tratar los casos de dividendos en acciones. Estos, en efecto, quedan fuera del concepto legal de "securities" que deben ser "registradas" previo a su lanzamiento. El antecedente es válido, y la adopción del mismo criterio significaría para la Comisión Nacional de Valores el aliviarse de una tarea sobrecabundante, puramente formalista pero no por ello menos gravosa, que le está restando medios para dedicarse con éxito a su cometido específico.

Los casos de ofrecimiento de nuevas emisiones, así como los de sociedades que ingresan a la oferta pública, son precisamente los que mueven el mercado de capitales y ponen a prueba la idoneidad de sus mecanismos e instituciones. Para que tales operaciones sean viables, es esencial la velocidad de los trámites, o cuanto más, la previsibilidad de los plazos dentro de los cuales serán cumplidos. Aunque sea penoso reconocerlo, la experiencia de los últimos años es negativa y las empresas padecen las incertidumbres del proceso de autorización con el riesgo de perder las oportunidades que el mercado les ofrece. Afrontar un lanzamiento o una colocación es un trance que los responsables de la decisión solo pueden admitir en tanto se reduzcan al mínimo los tiempos intermedios que van desde la resolución de Asamblea hasta el anuncio público de la oferta.

Siendo ya patente el efecto desalentador que tiene sobre las sociedades emisoras, el proceso de autorización debe ser dinamizado en lo sucesivo por iniciativa de la propia Comisión Nacional de Valores, la cual puede habilitar sus mejores recursos para el desempeño de su tarea específica, desprendiéndose, como queda dicho, de cargas burocráticas inconducentes, y promoviendo además la adopción de reformas a la Ley de Sociedades que eliminen requisitos previos, tales como la reforma de Estatutos, para aumentar el capital, o faciliten el ajuste del precio de emisión a las condiciones vigentes en el mercado, mediante delegación de facultades al Directorio de la sociedad.

La solución de problemas formales permitirá poner el mayor énfasis allí donde corresponde, o sea en la información al público, que es la clave del sistema. No hay principio que sustituya al del "full disclosure" como base legal y práctica del régimen de oferta pública para asentar las relaciones entre las empresas emisoras y el público inversor sobre pautas correctas de evaluación y comparación, y comunicar su sentido positivo a la responsabilidad de quienes

manejan lealmente los recursos provenientes del ahorro público.

Incumbe a la Comisión Nacional de Valores fijar criterios para la información al público, en forma adecuada a la índole y envergadura de los negocios de las sociedades emisoras, enmarcando dicha información en un "prospecto de emisión" que supere el formalismo de la arcaica "Reseña Informativa" y alcance además la difusión que ésta raras veces tiene en los medios financieros y profesionales. La función docente de la Comisión será muy significativa frente a las Gerencias y Directorios de las empresas, para orientar la tarea de información hacia los temas realmente relevantes de acuerdo a las circunstancias, hasta el punto en que el organismo administrativo pueda especificar aquellos asuntos en los cuales la falta de información será tachada de reticencia. La demanda de información deberá ser graduada con prudencia, para no caer en el detallismo contraproducente ni colocar en desventaja a las empresas que hacen oferta pública respecto de las que no lo hacen. Por ello cabe esperar que el personal asignado por la Comisión al examen de los prospectos de emisión esté bien capacitado para tan delicada misión.

## **2.- El accionista minoritario**

La progresiva dispersión de la propiedad, a medida que avance el proceso de apertura de sus capitales, planteará a las sociedades y a los accionistas del público la perspectiva de nuevas modalidades en su relación recíproca, en orden a

- la participación de accionistas en Asamblea
- el debido resguardo de los accionistas frente a súbitos cambios de "control"

La relación entre la sociedad emisora y el público inversor corre por distintos cauces (entidades financieras, asesores profesionales, Fondos Comunes de Inversión, Bolsas de Comercio) y abarca diferentes niveles, desde la publicidad institucional hasta la presentación de la Memoria Anual. El régimen de oferta pública alienta dicha relación, por la vía de la información que la sociedad debe difundir, no sólo en ocasión de ofrecer nuevas emisiones, sino en forma regular y continuada mediante la publicación de Balances e Información Complementaria a los mismos. Sin embargo, el accionista minoritario merece la oportunidad de concurrir a Asambleas si así lo desea, y quienes tienen la responsabilidad del manejo de la empresa tienen correlativamente el derecho a requerir el apoyo y la adhesión del accionista cuyos intereses favorecen con una gestión exitosa. La vinculación del accionista con la Sociedad a nivel de Asambleas reviste importancia práctica, como ya lo indica la creciente dificultad que grandes empresas encuentran para celebrarlas en primera convocatoria; Un mayor espíritu de participación no puede sino robustecer, en el porvenir, la identificación del inversor con la empresa en objetivos de largo plazo.

La Comisión Nacional de Valores podrá jugar un papel constructivo en este orden de relaciones, aprovechando en lo aplicable la experiencia de su similar norteamericana, que es ya abundante respecto de la reglamentación del "proxy statement", o sea la información que el Directorio ("Management") debe remitir a los accionistas al invitar al accionista a concurrir personalmente a una Asamblea, o a designar apoderado si no pudiese hacerlo. En el marco local, la especificación de las resoluciones que serán propuestas a la Asamblea por el Directorio o por los accionistas que lo respaldan contribuiría a difundir el conocimiento público de asuntos que hacen al interés de todos los accionistas, evitando trascendidos, sorpresas o "hechos consumados" que repercuten desfavorablemente en el mercado. Cabe advertir, sin embargo, que las sanas prácticas - cuyo desarrollo podría estimular la Comisión Nacional de Valores - tropezarán con dificultades en tanto no se modifiquen las normas sobre presentación e inscripción de acciones a la Asamblea (art. 238 de la Ley 19550) que recargan con detalles de numeración de títulos y acciones la tarea administrativa, y por ende el costo, de certificados bancarios, recibos de depósito e inscripción en el Registro, sin beneficio alguno para el ejercicio de los "derechos políticos" del accionista.

Así como el accionista minoritario no es necesariamente un disconforme o un disidente,

así también cabe apreciar el interés que reviste para él la continuidad de la gestión empresarial por obra de un Directorio cuyos antecedentes y desempeño está en condiciones de juzgar. Un repentino relevo de personas en el elenco directivo o gerencial puede alterar sustancialmente las bases de confianza y las expectativas que determinaron la decisión del inversor. Si el cambio resulta de una re-alineación de fuerzas de votos dentro del grupo de accionistas principales, el accionista del público tendrá que atenerse a la resolución de la mayoría, pero si es el objetivo perseguido por accionistas minoritarios, o por terceros ajenos a la sociedad, que se proponen conquistar el "control" por compra de paquetes de acciones, o por una campaña de compras en Bolsa, el público tiene derecho a enterarse, y a resolver con conocimiento de causa lo que mejor le conviene ante las nuevas circunstancias. Hay razones de equidad y de trato leal hacia los accionistas minoritarios que inhiben al "grupo de control" de negociar a espaldas de aquellos la transferencia de sus tenencias. Por su parte, el postulante al control no puede actuar subrepticamente cuando su propósito es sustituir a quienes ya lo ejercen, ni es lícito que altere las condiciones del mercado bursátil mediante una puja cuyo efecto será dejar descolocados a los accionistas que primero vendieron.

Existen en varios países antecedentes legislativos y una rica experiencia institucional sobre recaudos tendientes a evitar los aspectos indispensables de las transferencias de acciones con fines de ganar "control", sin por ello desalentar la iniciativa empresarial ni favorecer el encasillamiento de intereses establecidos. La evolución económica requiere ese grado de movilidad en nuevas combinaciones de empresas, siempre que éstas se materialicen con la debida publicidad y en forma seria. Pareciera aconsejable, por consiguiente, que se inicie la exploración doctrinaria del tema, con vistas a su mayor esclarecimiento y discusión, para que en tiempo oportuno la Comisión Nacional de Valores asuma la iniciativa de una reglamentación de la oferta pública de compra.