



Ministerio de Economía  
Comisión Nacional de Valores

RESOLUCION GENERAL N° 53  
Oferta Pública para adquisi-  
ción de control. Procedimien-  
to voluntario.

VISTO, la Ley 17.811, cuyo objetivo primordial es la protección del público inversor; y la Resolución General n° 61 de fecha 6 de agosto de 1980, dictada por esta Comisión Nacional de Valores; y los recursos administrativos presentados contra dicha Resolución por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Mercado de Valores de Buenos Aires y Cámara de Sociedades Anónimas; y

CONSIDERANDO:

Que tomadas las treinta empresas cuyas acciones registraron mayor volumen de operaciones durante el año 1980 en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, se advierte que dicho volumen de operaciones significa el 84,71% del total del volumen de operaciones registradas por las 278 sociedades que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Que esas mismas empresas a pesar de poseer capitales que en conjunto representan el 59,87% del capital total admitido a cotización en la mencionada Bolsa, las operaciones realizadas con sus acciones alcanzan un volumen que equivale nada más que a un 16,14% de sus respectivos capitales sociales y al 9,66% del capital total de las sociedades admitidas a la cotización en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Que profundizando aún más el análisis se advierte que sólo cinco empresas registraron un volumen de operaciones que equivale al 43,93% del total del volumen de operaciones registradas por las 278 sociedades que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y que, a pesar de ello el volumen de sus operaciones sólo alcanza al 21,36% de sus respectivos capitales y al 5,01% del capital total de las sociedades admitidas a la cotización.

Que analizando el mismo problema desde otro punto de

El   



*Instituto de Economía  
Nacional de Valores*

Esta, se observa que las diez sociedades que registraron me -  
or volumen de operaciones con sus acciones durante el año 1980  
representan un promedio de tan sólo 4 operaciones cada una en to -  
do el año.

Que estos datos estadísticos son claramente demostrati  
vos de la existencia de un mercado de escasa profundidad pa -  
ra cinco empresas o, en el mejor de los casos, para tan sólo  
10, y de profundidad prácticamente nula para las 248 empresas  
estantes.

Que esta falta de profundidad incontestable del mer -  
cado significa, en última instancia, que las instituciones bur -  
sátiles no están en condiciones de proveer liquidez a la nego -  
ciación de títulos valores que en ellos se realiza.

Que en realidad, y aún en mayor grado que el dato re -  
ferente al precio, el dato referente a la liquidez afecta a la  
presencia misma, a la razón de ser, de las instituciones bursáti -  
les, pues son ellas las únicas que pueden proveer el dato refe -  
rente a la liquidez. Otros mercados como el cambiario, por e -  
jemplo, proveen perfectamente y sin necesidad de reunirse en  
un solo lugar el dato referente al precio; pero no proveen el  
dato referente a la liquidez de las mercancías (monedas) que se  
negocian en ellos.

Que la liquidez es un dato indispensable para el pú -  
blico inversor puesto que, por más atractivo que sea el pre -  
cio, nadie va a adquirir títulos si tiene conocimiento de que  
no puede tornar su inversión "líquida" en cualquier momento,  
siendo ésta la razón por la cual concurren a la inversión en  
Bolsa.

Que dentro del cuadro general de iliquidez existen  
grandes disparidades que quitan la transparencia que el siste -  
ma debe ofrecer al público inversor; que, además, ella se ali -  
menta a sí misma por cuanto desalienta la concurrencia de la  
oferta y de la demanda, llevando los precios a niveles irrea -  
les ante la menor presión de cualquiera de esos dos factores en  
el mercado.

Que, por otra parte, esta situación de escasa o ine -  
xistente liquidez torna al mercado vulnerable a la posibilidad  
de manejos indebidos con los precios de los títulos que ccti -  
zan.

Y



N C R

de ...

.....

"SALD

Fecha

(12)

ones

*Comisión Nacional de Valores*

Que un análisis aproximado de la composición del capital social de las empresas autorizadas a la oferta pública de títulos valores, permite concluir que en casi todas ellas el grupo de control mantiene porcentajes sumamente elevados de la totalidad de acciones con derecho a voto.

Que posiblemente sea esta la causa principal de la falta de liquidez existente en el mercado bursátil. Sin duda existen otras, como el alejamiento del público inversor, pero cuyo análisis y solución no son tema de esta Resolución.

Que el motivo principal por el que los grupos de control de las sociedades en la oferta pública mantienen el mismo por medio de porcentajes elevados de acciones es, sin lugar a dudas, la inseguridad frente a un intento de toma de control por parte de terceros ajenos al grupo.

Que la experiencia demuestra que cuando se intenta lograr una participación en el control de una sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado bursátil, suele en tablar una lucha por dicho control, que repercute en los precios de cotización, provocando una suba pronunciada de los mismos y una posterior caída, cuando la lucha cesa.

Que el público inversor en general es ajeno a esta circunstancia y puede realizar adquisiciones confundido por la mejora de los precios, ocasionándole la posterior caída el siguiente perjuicio económico y pérdida de confianza en el sistema bursátil con el consecuente alejamiento.

Que, aunque la posibilidad de lograr una participación en el control de una sociedad mediante la adquisición de sus acciones a través de los medios que proporciona la oferta pública de títulos valores, es inherente al mercado y a la naturaleza de todas las sociedades que ingresan al régimen, y sucede frecuentemente, la Comisión Nacional de Valores estimó necesario arbitrar los medios para que la sociedad y sus accionistas puedan conocer quiénes tienen interés en lograr una participación en la administración de la misma, o en acceder a su control y establecer reglas de juego equitativas para ambas partes.

Que, a ese efecto dictó la Resolución General N° 61, instrumentando un sistema de completa información, a través de

Handwritten signatures and initials in blue and black ink at the bottom of the page.



*Comisión de Economía*  
*Nacional de Valores*

La debida publicidad de lo que está por suceder, a fin de que el público inversor pueda actuar en igualdad de condiciones con aquellas personas que tienen interés en lograr una participación más activa en la sociedad o mantener la que ya poseen.

Que dicha información, además de permitir conocer las condiciones de la oferta pública para adquisición de control, comprendía los planes y proyectos respecto del futuro desenvolvimiento de la sociedad de quien, en caso de lograr su objetivo, pasará a regir los destinos de aquélla.

Que ello debería permitir al público inversor escoger entre mantener sus tenencias o negociarlas.

Que sin embargo se ha aducido que la Resolución General N° 61 no protege al público inversor, por cuanto las pujas por el control le permiten obtener un mayor precio por sus acciones; y que dicha Resolución tiende a una protección exagerada de los grupos de control.

Que estos argumentos denotan desconocimiento del tema y de la realidad del mercado bursátil.

Que en el mercado bursátil si alguien vende es por - que alguien compra, y que los compradores pueden ser tanto aquellas personas que intentan adquirir el control, como terceros del público inversor que ignoran lo que ocurre y son atraídos, justamente, por la suba de los precios. Que las bolsas de comercio y las publicaciones especializadas no acostumbran a informar al público inversor la circunstancia excepcional que tiene lugar en estos casos.

Que la experiencia demuestra que los primeros en tomar conocimiento de que se intenta tomar el control de una sociedad son, justamente, los accionistas controlantes de esa sociedad; y que en los últimos años los intentos más fuertes de tomar el control de sociedades a través de la adquisición de acciones en bolsa, han fracasado en su mayoría.

Que por el contrario, el procedimiento regulado por la Comisión Nacional de Valores en la Resolución General N° 61 presenta las siguientes ventajas para todos los protagonistas:

- a) En primer lugar -y, fundamentalmente- el público inversor tendrá la ventaja de que va a lograr un

Y



*Ministerio de Economía*  
*Comisión Nacional de Valores*

mayor precio por sus acciones, en una forma más segura y con conocimiento de causa, que con la posibilidad aleatoria y oportunista de vender en el mejor momento de una puja por el control, ya que el procedimiento regulado por la Comisión Nacional de Valores tiene la virtualidad de convertir todas las acciones dispersas en manos del público inversor en parte del "paquete de control", es decir, de la cantidad de acciones que han ofrecido públicamente comprar quienes intentan tomar el control de una sociedad dada. Quien ofrece comprar esa cantidad de acciones para tomar el control, no puede arriesgar ofrecer un precio insuficiente para lograr su objetivo, pues, o no obtendrá que el público inversor le venda la cantidad de acciones deseada o el grupo que defiende el control ofertará un precio superior que significará mayor beneficio aún para el público inversor dispuesto a vender. Por otra parte es sabido que los paquetes de control o de parte del mismo siempre tienen un precio superior al de cotización, como lo prueban las ventas efectuadas por el B.A.N.A.D.E.

- b) Sin duda, tanto a quienes intentan tomar el control como a quienes lo defienden, la operación les resultará más costosa que una simple puja en la bolsa, justamente, por las razones señaladas en el punto anterior. Pero, en cambio, tendrán la ventaja de saber exactamente cuánto va a costar comprar o defender el control sin asumir riesgos financieros que a la postre resulten inútiles y sin correr el riesgo de quedarse a mitad de camino con una gran cantidad de acciones que no les serán útiles y que si intentan venderlas en la bolsa sólo lograrán pronunciar la caída de los precios y aumentar su propio perjuicio.
- c) Quien intenta tomar el control tendrá la ventaja de contar con el factor tiempo a su favor, pues podrá iniciar la operación en el momento que él elija y con todo el tiempo necesario para estudiarla, prepararse y conseguir los fondos necesarios.
- d) Quien defiende el control tendrá el factor tiempo

*[Handwritten signatures and initials in blue ink]*



*Ministerio de Economía*  
*Comisión Nacional de Valores*

en contra, igual que ahora, pues él no elige el momento, pero tendrá la ventaja de poder hacer una contraoferta y cerrar la discusión. Esta es la única ventaja que obtiene el grupo de control, pero no es una ventaja despreciable y la Comisión la considera necesaria y única vía encontrada hasta el momento para lograr el fenómeno económico de la apertura del capital de las empresas dándole la necesaria profundidad y liquidez al mercado bursátil.

Que la Comisión Nacional de Valores considera que también son necesarias otras medidas para lograr el desarrollo de un mercado bursátil que cumpla realmente las funciones de mecanismo de financiamiento genuino para el crecimiento de las empresas que el país reclama, pero que este procedimiento hubiera sido idóneo para contribuir a corregir un aspecto básico de la infraestructura del mercado bursátil e iniciar un proceso socio-económico de democratización del capital, como ha ocurrido en otros países, con el consiguiente beneficio para la estabilidad del sistema.

Que al haber sido recurrida la Resolución General N° 61 por las instituciones bursátiles de la Capital, se crea una incertidumbre en cuanto a su eficacia y a su vigencia misma, tornándola insuficiente para obtener los resultados deseados.

Que dicho resultado sólo se alcanzará en la medida que se logre una comprensión del problema señalado y una coincidencia en cuanto a la necesidad y a la forma de su solución.

Que mientras tanto resulta conveniente derogarla y regular un sistema similar, pero de aplicación voluntaria, que pueda probar su eficacia a través de la aceptación de quienes lo adopten por propio consentimiento.

Por ello, y en uso de las atribuciones conferidas por el artículo 7° de la Ley 17.811,

LA COMISION NACIONAL DE VALORES  
RESUELVE :

ARTICULO 1°.- Toda persona física o jurídica que desee obtener una cantidad de acciones que le permita alcanzar el control de una sociedad a través de los medios que proporciona la oferta



Ministerio de Economía  
Comisión Nacional de Valores

pública de títulos valores, o designar por lo menos un Director o miembro del Consejo de Vigilancia, puede efectuar una oferta pública de adquisición de control, cumpliendo los requisitos de información y publicidad que se establecen en la presente Resolución.

ARTICULO 2º.- La oferta pública de adquisición de control estará sujeta al siguiente procedimiento:

- a) Informe previo y completo a la Comisión Nacional de Valores de las características inherentes a la misma;
- b) Publicidad suficiente y adecuada de los términos de la oferta;
- c) Determinación del plazo de duración de la oferta, el que no podrá ser inferior a diez días ni exceder de veinte días hábiles bursátiles, contados a partir de la publicación a que hace referencia el artículo 5º;
- d) Compromiso de compra irrevocable, excepto en cuanto al precio ofrecido, el que podrá ser elevado por una sola vez, en un porcentaje no inferior al 5%, en cuyo caso las nuevas condiciones se extenderán a los accionistas que ya hubieran aceptado la oferta. Tal decisión debe ser comunicada previamente a la sociedad emisora a efectos de que, en su caso, el grupo controlante pueda ajustar la contraoferta efectuada conforme lo dispuesto por el artículo 6.
- e) Compra a prorrata en caso que las propuestas de venta superen la cantidad de títulos que desea adquirir.

ARTICULO 3º.- La información que se presentará ante la Comisión Nacional de Valores debe contener:

- a) Identidad del oferente;
- b) Sociedad emisora de los títulos a adquirir;
- c) Planes respecto al futuro desenvolvimiento de la sociedad;
- d) Cantidad de títulos que se obliga a comprar, indicando si limitará sus compras al número previsto o adquirirá cantidades inferiores o superiores cuando las propuestas de venta no coincidan con lo solicitado;
- e) Plazo durante el cual se mantendrá la oferta;
- f) Agente o agentes de bolsa o del mercado abierto de títulos valores designados para intervenir en la operación;
- g) Precio que abonará, forma y condiciones de pago;
- h) Compromiso emitido por una ó más entidades financieras que garantizarán el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el oferente;

Y



Ministerio de Economía  
Comisión Nacional de Valores

i) Publicidad que efectuará y medios a utilizar.

ARTICULO 4°.- Toda publicidad oral, escrita o televisada o de cualquier naturaleza relacionada con la oferta pública de adquisición de control debe ser sometida a la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores, y redactada en términos medurados, evitándose el uso de inexactitudes, exageraciones u o cultamientos capaces, por su gravedad o malicia, de suscitar errores, engaño o confusión.

La Comisión Nacional de Valores intimará la inmediata cesación de publicidad que no se ajuste a lo dispuesto en esta Resolución.

ARTICULO 5°.- El oferente debe publicar por UN (1) día como mínimo en el Boletín de la Bolsa de Comercio que corresponda y por lo menos en un periódico de gran circulación en la República, como así también en otro del lugar de la sede de la sociedad emisora, cuando ésta se encuentre fuera de la ciudad donde se cotizan sus títulos valores, la siguiente información:

- a) Identidad de la persona que efectúa la oferta;
- b) Sociedad emisora de los títulos valores a adquirir;
- c) Característica y cantidad de los mismos, ajustadas a lo establecido en el inciso d) del Artículo 3°;
- d) Plazo de la oferta, precio ofrecido y condiciones de pago;
- e) Planes respecto al futuro desenvolvimiento de la sociedad;
- f) Agente o agentes de bolsa o del mercado abierto de títulos valores intervinientes;
- g) Entidad financiera que garantiza el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el oferente;
- h) Constancia de que la publicidad ha sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores y que la misma sólo implica la comprobación del cumplimiento de los requisitos establecidos en materia de información.

Las publicaciones deben iniciarse dentro de los CINCO (5) días hábiles de notificada la sociedad emisora, conforme lo dispuesto en el Artículo 6°.

ARTICULO 6°.- Autorizada la publicidad, y antes de iniciada la misma, el oferente debe notificar a la sociedad emisora a efectos de que el grupo controlante de ésta, tenga la oportunidad de efectuar una contraoferta sujeta a las mismas condiciones que establece la presente Resolución. Asimismo deberá notificar a las Bolsas de Comercio y Mercado de Valores donde se co-

REN C N  
... de ...  
"SALD  
Fecha  
(12)  
aciones"



# Ministerio de Economía

## Comisión Nacional de Valores

ticen los títulos. A efectos de evitar alteraciones en el curso de la cotización, las Bolsas de Comercio podrán suspender la negociación de los títulos valores objeto de la oferta, durante el plazo de vigencia de la misma. Cuando la negociación bursátil no se suspenda y el oferente adquiriera títulos en bolsa durante un plazo establecido, a un valor de cotización superior al ofrecido, debe extender este precio a todos los accionistas que hubieran aceptado la oferta de compra.

ARTICULO 7º.- Hasta la publicación de la oferta los intervinientes deben mantener secreto sobre la operación proyectada y abstenerse de utilizar la información en beneficio propio o de terceros.

ARTICULO 8º.- Las propuestas de ventas serán recibidas por el o los agentes de bolsa o del mercado abierto de títulos valores intervinientes en la operación, los que son responsables de verificar la existencia real de los títulos valores ofrecidos. Los aceptantes deben firmar órdenes de venta irrevocables bajo las condiciones ofrecidas.

ARTICULO 9º.- Los Mercados de Valores podrán a solicitud de los interesados, liquidar las operaciones y garantizar el cumplimiento de las mismas conforme a sus respectivos reglamentos.

ARTICULO 10º.- Vencido el plazo de la oferta pública de compra, el oferente y los agentes intervinientes informarán sus resultados a la Comisión Nacional de Valores y a los aceptantes.

ARTICULO 11º.- Los Mercados de Valores deben informar inmediatamente a la Comisión Nacional de Valores cualquier alteración que se produzca en el precio de cotización de las acciones de una sociedad atribuible a posibles pujas por el control.

ARTICULO 12º.- Derógase la Resolución General N° 61.

ARTICULO 13. - Publíquese en el Boletín Oficial, comuníquese a las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, a la prensa en general y archívese.

mtg.

DR. JULIO A. F. VILLER  
VICEPRESIDENTE

DR. JUAN A. ETCHEBARNE  
PRESIDENTE

DR. (R) GUILLERMO GARCIA FIORITO  
DIRECTOR

DR. JOSÉ MARIA PAZ  
DIRECTOR

DR. ALBERTO MARIO SCHULTE  
DIRECTOR

N C R  
de  
.....  
"SALD  
Fecha  
(12)  
iones