



Ministerio de Economía y Producción  
Secretaría de Coordinación Técnica  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

Ref.: Exp-SOI 0002131/2004 (OPI N° 80) SME/EM

Opinión Consultiva N° 183

BUENOS AIRES, 17 FEB 2004

Se presentan ante esta COMISION NACIONAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA los representantes de IRSA INVERSIONES Y REPRESENTACIONES S.A. (en adelante "IRSA"), RITELCO S.A. (en adelante "RITELCO"), QUANTUM INDUSTRIAL PARTNERS (en adelante "QUANTUM") y EMOF I.L.C. (en adelante "EMOF") a fin de requerir una opinión consultiva respecto de la obligación de notificar una operación de concentración económica en los términos del artículo 8° de la Ley N° 25.156.

Los consultantes informan que el día 30 de diciembre de 2003 IRSA y su controlada RITELCO, celebraron un contrato de compraventa de acciones mediante el cual QUANTUM y EMOF acordaron la transferencia de 10.899.010 acciones ordinarias escriturales Clase D de Banco Hipotecario S.A. (en adelante "BHSA"), que representan el 7,266% y 11,342% del capital y derechos de voto, respectivamente, de BHSA.

Asimismo manifiestan que el contrato también acuerda la adquisición por parte de IRSA y RITELCO de 103.611 opciones para adquirir American Depositary Shares de BHSA que poseen QUANTUM y EMOF.

Los presentantes indican que IRSA y RITELCO, a través de sociedades directa o indirectamente vinculadas, poseen el 11,19% del capital social y el 17,47% de los votos de BHSA, por lo que a consecuencia de la transacción traída a consulta, pasarían a tener el 18,46% y el 28,81% del capital social y votos, respectivamente. Adicionalmente sostienen que si se tuvieran en cuenta los derechos que van a otorgar las opciones, en el caso de ser ejercidas, dichos porcentajes aumentarían.

En lo que respecta al volumen de negocios, los consultantes manifiestan que las empresas afectadas superan el umbral de volumen de facturación establecido en el artículo 8° de la Ley N° 25.156.

Asimismo, y a atento a las características especiales del régimen decisorio establecido en las normas que regulan las relaciones de los accionistas de BHSA, describen las mismas y aportan documentación al respecto.

En ese sentido expresan que el capital social de BHSA se encuentra representado por 150.000.000 de acciones ordinarias escriturales de UN (1) voto por acción, con



*Ministerio de Economía y Producción  
Secretaría de Coordinación Técnica  
Comisión Nacional de Defensa de los Consumidores*

excepción del derecho especial de TRES (3) votos por acción que poseen las acciones Clase D mientras la Clase A represente un porcentaje superior al 42% del capital

Informan que el capital de BHSA se encuentra dividido en cuatro clases de acciones: 1) Acciones Clase A, que se encuentran bajo la titularidad del Estado Nacional y representan el 43,90% del capital y el 22,84% de los votos; 2) Acciones Clase B, que corresponden al programa de propiedad participada de la Ley N° 23.696 y representan el 5% del capital y el 2,602% de los votos; 3) Acciones Clase C que se encuentran a nombre del Banco de la Nación Argentina en su carácter de Fiduciario del Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional y representan el 5% del capital y el 2,602 de los votos, y 4) Acciones Clase D, pertenecientes al sector privado, que representan el 46,10% del capital y el 71,95% de los votos.

Sostienen que la mayor cantidad de tenencias de acciones Clase D – el 18% del capital y el 28,10% de los votos- se encuentra contenida en el programas de opciones de compra instituido en el proceso de privatización de BHSA. Cada opción, que representa 100 American Depositary Shares por 100 Acciones ordinarias Clase D, sólo podía ser adquirida por aquellos que hubieran participado en la oferta pública inicial de las acciones de BHSA. Por otra parte, las opciones podían ser ejercidas una vez transcurrido el plazo de un año de la fecha de la adquisición y hasta el quinto año posterior, por lo que su ejercicio venció el día 2 de febrero de 2004.

Indican que conforme al Estatuto Social de BHSA se requiere el voto afirmativo de las Acciones Clase A a fin de: 1) decidir la fusión o escisión de BHSA, 2) aceptar que BHSA sufra una situación de copiamiento accionario consentido u hostil que constituya una situación de control en los términos del artículo 33 de la Ley N° 19.550, 3) transferir a terceros una parte sustancial de los activos hipotecarios y de préstamo a la vivienda de modo tal que ello determine el cese total o la reducción sustancial de la actividad hipotecaria y de préstamo a la vivienda de BHSA, 4) la modificación del objeto social de BHSA; 5) la transferencia del domicilio social de BHSA al extranjero; y 6) la disolución voluntaria de BHSA

Relatan que tipo de decisiones requieren una mayoría equivalente al 75% y al 60% de las acciones con derecho a voto, y sostienen que para afectar los derechos de una clase de acciones se requiere la conformidad de dicha clase otorgada en asamblea especial.

En lo que respecta a las asambleas especiales de clase, expresan que se siguen las normas sobre quórum de la asamblea ordinaria aplicadas al total de acciones de esa clase en circulación, y existiendo quórum general de todas las clases presentes, cualquier número de



*Ministerio de Economía y Producción  
Secretaría de Convenciones Financieras  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia*

acciones de la Clase A, B y C constituyen quórum en primera y ulteriores convocatorias para las asambleas especiales de dichas clases.

Manifiestan que BHSA es administrada por un Directorio compuesto por TRECE (13) directores titulares e igual número de suplentes, siendo elegidos DOS (2) por la Clase A, UNO (1) por la Clase B, UNO (1) por la Clase C, y NUEVE (9) por la Clase D. La elección de directores de la Clase D se efectúa por lista completa siempre que ningún accionista lo objete, y en caso contrario, se efectúa individualmente. En ese sentido informan que se declara electa a la lista o persona que obtenga la mayoría absoluta de los votos de las acciones Clase D presentes en la asamblea, si ninguna lista obtiene tal mayoría se realiza una nueva votación en la que participan las dos listas más votadas, considerándose electa la lista o persona que obtenga la mayor cantidad de votos.

En lo referente al quórum y mayorías manifiestan que el directorio sesiona con la presencia de la mayoría absoluta de sus miembros y adopta sus decisiones por el voto de la mayoría absoluta de los presentes.

Indican que el Estatuto Social de BHSA también prevé un Comité Ejecutivo que tiene a su cargo la gestión de los negocios ordinarios y debe estar integrado por un mínimo de CINCO (5) y un máximo de NUEVE (9) directores de la Clase D, designados por el Directorio.

Sostienen que el Estado Nacional es el accionista mayoritario de BHSA, ya que sumando sus tenencias accionarias en las Clases A, B y C posee el 53,90% del capital y el 28,04% de los votos. Asimismo señalan que con sólo vender un 2% de las acciones Clase A el Estado Nacional puede acceder a la mayoría de los votos, pues de esa forma desaparece el voto plural de las acciones Clase D.

Informan que dentro de la Clase D The Bank of New York, en su carácter de depositario y emisor de los American Depositary Receipts, es la entidad que tiene la mayor cantidad de acciones. En ese sentido sostienen que, conforme a las Actas de Asamblea Nº 8 y 9 de fecha 5 de enero de 1999, The Bank of New York debe ejercer los derechos de voto mientras las acciones no sean ejercidas e indican que: 1) en Asamblea Especial de Clase D, The Bank of New York debe votar en igual modo que el voto de la mayoría absoluta de los votos presentes en primera convocatoria, y en igual sentido que el voto de una mayoría equivalente al 60% de los votos presentes en segunda convocatoria; 2) en Asamblea General de Accionistas si la Clase D representa un porcentaje hasta el 25% del capital social de BHSA, excluyendo las acciones tenidas por el, The Bank of New York debe distribuir su voto entre todos los accionistas que



*Ministerio de Economía y Producción  
Secretaría de Coordinación Técnica  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia*

emitirán voto en la asamblea de manera tal que a los votos emitidos por cada accionista de BHSA se sume un número adicional de votos igual al producto de (a) el número de votos correspondiente a las acciones de The Bank of New York por (b) una fracción cuyo numerador será el número de acciones que tenga derecho a votar cada accionista, y cuyo denominador será el total de acciones que integran el total del capital social de BHSA; y 3) en Asamblea General de Accionistas si la Clase D representa un porcentaje superior al 25% del capital social de BHSA, excluyendo las acciones tenidas por él, The Bank of New York debe votar de acuerdo a la recomendación del Directorio.

Expresan que una vez que las opciones hayan sido ejercidas, cada tenedor de American Depositary Shares, representativos de American Depositary Receipts por acciones Clase D de BHSA deberá informar por escrito a The Bank of New York sobre la forma en que sus derechos de voto deben ser ejercidos; en caso de no informar, éste votará por aquellas decisiones recomendadas por el Directorio; y si no existiera tal recomendación deberá abstenerse de votar.

En base a lo relatado sostienen que aquella persona física o jurídica que posea la mayoría de los derechos de voto sobre la Clase D tiene el derecho de designar a la mayoría de los miembros del Directorio, y éstos a elegir quienes integrarán el Comité Ejecutivo. En ese sentido indican que antes de realizarse la transacción sujeta a consulta, IRSA y RITELCO, con el 11% del capital y casi el 40% de los votos de la Clase D, han designado la mayoría de los miembros del Directorio de BHSA, disponiendo en consecuencia su política comercial.

Sostienen que como consecuencia de la operación, IRSA y RITELCO consolidarán su carácter de principal tenedor de acciones Clase D, al pasar a tener el 18.46% del capital y el 28.81% de los votos de BHSA, por lo que continuarán contando con la posibilidad de elegir la mayoría de los integrantes del Directorio a través de sus propias participaciones.

Finalmente manifiestan que, en su opinión, la operación no representa un cambio de control, ya que con la misma sólo se acrecienta la mayoría de votos de los compradores, cuyo ejercicio en las Asambleas Especiales de acciones Clase D le ha venido permitiendo elegir la mayoría de los integrantes del Directorio. En ese sentido entienden que la situación planteada es similar a la resuelta por esta Comisión Nacional en la Opinión Consultiva N° 33 del 1 de marzo de 2000.

Por otra parte, a requerimiento de esta Comisión Nacional, en una presentación adicional las consultantes informaron que las empresas del Grupo del que forman parte IRSA y RITELCO ejercieron las opciones que poseían y presentaron un cuadro con el nuevo esquema



Ministerio de Economía y Producción  
Secretaría de Coordinación Técnica  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

accionario de BHSA del que surge que las empresas del Grupo IRSA poseen el 25,2% de las acciones y el 39,2% de los votos.

Asimismo manifestaron que el Bank of New York, como entidad depositante del los American Depositary Shares, cuenta con un 6% de las acciones y un 9% de los votos.

Habiendo descripto las principales características de la operación traída a consulta, corresponde en esta instancia que esta Comisión Nacional se expida haga mérito de la misma.

En principio corresponde señalar que, conforme a la documentación aportada y al relato efectuado por las presentantes, BHSA se encuentra controlado por los tenedores de acciones Clase D en virtud de que los mismos son quienes designan a NUEVE (9) de los TRECE (13) directores de la sociedad y éstos a su vez nombran a los miembros del Comité Ejecutivo que tiene a su cargo la gestión de los negocios ordinarios de BHSA.

Por otra parte, en virtud de lo dispuesto en el Estatuto de BHSA, la elección de directores de la clase D se efectúa por lista completa, siempre que ningún accionista lo objete, y si eso sucede se efectúa individualmente.

Ahora bien, de acuerdo a la información aportada por las presentantes, el Grupo IRSA -incluyendo las tenencias accionarias de DOLPHIN FUND PLC, IRSA y RITELCO -con anterioridad a la operación traída a consulta poseía el 24,58 de los votos de la Clase D y el 10,44% de las acciones de BHSA. Asimismo, con posterioridad a la presente operación, y computándose las opciones cuyo ejercicio fue informado por IRSA, dicho Grupo -incluyendo las tenencias accionarias de DOLPHIN FUND PLC, IRSA, RITELCO e INVERSIONES FINANCIERAS DEL SUR- poseerá el 55,22% de los votos de la Clase D y el 25,45% de las acciones de BHSA.

Llegado a este punto es útil recordar que habiendo vencido el plazo para el ejercicio de las opciones, The Bank of New York, en su carácter de depositario de los American Depositary Shares, deberá votar en las Asambleas de BHSA con posterioridad a la emisión del voto por parte de los accionistas Clase D en circulación y teniendo en cuenta la instrucción recibida por los poseedores de las opciones o bien, a falta de dicha instrucción, conforme a lo resuelto por el Directorio de BHSA.

De lo hasta aquí expuesto surge claramente que con posterioridad a la operación traída a consulta, sumada al ejercicio de las opciones cuyo vencimiento operó el día 2 de febrero del corriente año, el Grupo IRSA contará con la mayoría absoluta de los votos de las acciones Clase D, lo que le dará el poder necesario para designar el Directorio de BHSA. Debido a ello,



Ministerio de Economía y Producción  
Secretaría de Coordinación Técnica  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

The Bank of New York, de no mediar una comunicación en contrario por parte de los poseedores de opciones, deberá votar en igual forma que las empresas del Grupo IRSA en las asambleas especiales de Clase D. Es decir, el Grupo IRSA no sólo tendrá asegurado el control de BHSA por sus propias tenencias accionarias, sino que a ellas le sumará, en principio, las que surjan de los American Depositary Shares que en su carácter de depositario tenga The Bank of New York.

Con lo expuesto hasta aquí esta Comisión Nacional considera que es claro que a partir de la operación traída a consulta y el ejercicio de las opciones tal como han sido informadas, el Grupo IRSA adquirirá el control de BHSA.

No obstante lo anterior, y toda vez que los presentantes han manifestado que ni la operación ni el ejercicio de las opciones representa un cambio en la situación fáctica de control de BHSA, por cuanto el Grupo IRSA ha designado al Directorio de BHSA desde su privatización, y por lo tanto a ejercido el control del mismo, corresponde que esta Comisión Nacional haga mérito de ello.

En ese sentido, del análisis de la documentación presentada por los consultantes surge que efectivamente el Grupo IRSA ha designado a la mayoría de los directores de la Clase D. La única excepción a ello surge del Acta de Asamblea Especial de Accionistas Clase "D" N° 30, llevada a cabo el día 19 de junio de 2002 de la que surge que los CINCO (5) directores designados en esa oportunidad lo fueron a propuesta de la representante del accionista JP MORGAN CHASE BANK. No obstante, es cierto que la nómina de directores designado en esa oportunidad se conformó con personas que aparentemente se encuentran vinculadas al Grupo IRSA toda vez que han sido propuestas por el mismo en otras Asambleas Especiales de Clase D.

Ahora bien, en el caso traído a consulta esta Comisión Nacional entiende que si bien el Grupo IRSA ha designado a la mayoría de los directores de las acciones Clase D de BHSA desde el año 1999, ejerciendo en consecuencia su control de hecho, dicho control se encontraba sujeto a variaciones. Efectivamente, cualquiera de los accionistas de la Clase D, tal como lo hizo JP MORGAN CHASE BANK en la asamblea mencionada, podría haber propuesto su propia lista de directores, o bien objetado la elección por lista y propuesto la elección individual de los mismos.

En ese sentido, esta Comisión Nacional comparte lo señalado por la Comisión de Apoyo en cuanto a que "en caso de que no existan intereses compartidos... la probable volatilidad de las coaliciones entre accionistas minoritarios descarta la existencia de control



Ministerio de Economía y Producción  
Secretaría de Coordinación Técnica  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

en común. Dado que no existe una mayoría estable en el procedimiento de toma de decisiones, sino que esta se forma en cada ocasión concreta a partir de las varias combinaciones posibles entre accionistas minoritarios, no puede suponerse que los accionistas minoritarios controlarán conjuntamente la empresa. ... En este caso no existe control en común y, por consiguiente, ningún control en el sentido del Reglamento sobre concentraciones.<sup>1</sup>

Por otra parte, y respecto a lo alegado por las presentantes en cuanto a que el presente caso es similar al planteado en la Opinión Consultiva N° 33 del 1 de marzo de 2000, cabe señalar que dicha apreciación es errónea ya que en esa oportunidad la sociedad controlante poseía con anterioridad a la operación consultada el 46% de las acciones de la sociedad que era objeto del canje. Sumado a ello, el resto de las acciones de la sociedad objeto del canje se encontraban atomizadas ya que se trataba de papeles que cotizaban en el Mercado de Valores.

Por lo expuesto, esta Comisión Nacional entiende que a partir de la operación que origina la presente, sumado al ejercicio de las opciones tal como ha sido informado, el Grupo IRSA controlará en forma estable a BHSA, por lo que dicha operación encaja en el artículo 6 de la Ley N° 25.156, y en consecuencia se encuentra sujeta a la obligación de notificación prevista en el artículo 8° del mismo cuerpo legal.

No obstante ello, esta Comisión hace saber a los presentantes que esta opinión consultiva ha sido emitida valorando como sustento fáctico la descripción realizada en los escritos obrantes en el Expediente de referencia, por lo que si los hechos relatados fueran falsos o incompletos, ello tornaría inaplicables los conceptos aquí vertidos.

7  
SECRETARÍA DE COORDINACIÓN TÉCNICA

<sup>1</sup> Comunicación de la Comisión sobre el concepto de concentración con arreglo al Reglamento CEE 4064/89, punto 35. Publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas del 2 de marzo de 1998.