



Ministerio de Economía  
Secretaría de Defensa de la Competencia y del Consumidor  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia



OPINION CONSULTIVA N°. 9 /99  
(CONC.) 22 DIC 1999

Con fecha 20 de diciembre de 1999, ha sido formulada una solicitud de Opinión Consultiva respecto de una operación en la que se prevé una inversión por U\$S 500.000.000 que un grupo de inversores asesorados por The Goldman Sachs Group Inc., un banco inversor norteamericano incluyendo fondos privados gerenciados por esa consultora, pretende realizar en el Grupo Clarín S.A.

Expresan los presentantes que tal inversión estaría destinada en un 75% a la suscripción de nuevas acciones y un 25% a la compra de acciones de Grupo Clarín S.A. a sus actuales accionistas. De tal modo, los inversores obtendrían acciones representativas del 18% del capital social y el 8% de los votos de la sociedad.

Afirman que las acciones que representan el 82% del capital y el 91 % de los votos, que aseguran el control de Grupo Clarín S.A., continuarán en poder de sus cuatro accionistas originales, manteniendo inalterable la conducción del grupo.

Manifiestan que el acuerdo contiene ciertas facultades consagradas a los accionistas minoritarios tendientes a la protección del valor del patrimonio invertido que implican un derecho de voto impeditivo sobre ciertas decisiones extraordinarias.

Sostienen que estos derechos defensivos tienden a la protección de la inversión realizada y a la posibilidad de limitar los riesgos de ciertas decisiones, pero no alcanzan a las decisiones empresarias.

*[Handwritten signature]*  
*[Handwritten mark]*



Ministerio de Economía  
Secretaría de Defensa de la Competencia y del Consumidor  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia



Analizada la presentación efectuada, hacemos saber, en primer término que esta respuesta reconoce como sustento fáctico, estrictamente, las circunstancias relatadas en vuestra presentación. En consecuencia, cualquier omisión o desarrollo que no se ajuste a la presentación y que pudieren implicar una modificación de las condiciones descritas que se valoran, determina la inaplicabilidad de la presente al caso en estudio.

En otro orden, esta Comisión Nacional, en este caso, se ha limitado sólo a analizar si la operación descrita se encuentra contemplada en el artículo . 6° de la Ley N° 25.156 y la consecuente obligación de notificar la misma.

El Capítulo III de la Ley N° 25.156 trata sobre las concentraciones y fusiones. El artículo 6to, primera parte, define qué entiende la ley por concentración económica y los incisos que lo integran describen los actos a través de los cuales puede llevarse a cabo la misma.

Esta primera parte considera concentraciones económicas, objeto de análisis legal, a aquellas operaciones que impliquen la toma de control de una o varias empresas.

En el caso a consulta, debe determinarse si la inversión descrita tiene la virtualidad de otorgar el control, a los inversores financieros, de la empresa adquirida.

Como se expresó, la hermenéutica de la normativa implica la necesaria correlación entre esa primera parte del artículo y lo establecido en los incisos que lo componen.

Así, en primer término, al tratarse de una compra de acciones, debe ubicarse el inciso en el que dichas operaciones se encuentran contempladas.

*[Manuscrito]*  
*[Manuscrito]*  
*[Manuscrito]*



Ministerio de Economía  
Secretaría de Defensa de la Competencia y del Consumidor  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia



El inc. c) del artículo es la norma que refiere a este tipo de operaciones de adquisición de la participaciones de capital, con tal de que la misma otorgue al adquirente el control de, o la influencia sustancial sobre la misma.

En segundo lugar, también debe analizarse si la operación en consulta es capaz de encuadrar en lo normado por el inc. d), última parte del referido artículo. 6°.

Una operación será de las contempladas en el inc. c) del artículo. 6°, siempre que la adquisición realizada implique el control o influencia sustancial sobre la empresa cuyas acciones fueron adquiridas.

La evaluación acerca de si una de las adquisiciones del inc. c) configura la toma de control o influencia sustancial en la empresa adquirida, requiere la consideración de diversas circunstancias de hecho y de derecho.

En el sublite a estudio, el porcentaje del capital social que obtendrán los inversores -equivalente al 18%- , como así también el 8% por ciento de los votos, junto con la posibilidad de designar dos de diez directores, no aparecen - prima facie- como capaces de otorgar la toma de control de la empresa ni la influencia sustancial sobre la misma por parte de los inversores financieros.

De hecho, si no existieran otros elementos, una adquisición de la naturaleza como la que se consulta, no conferiría a los inversores ninguna de las posiciones referidas.

Ahora bien, y siempre de acuerdo a las circunstancias descriptas en la presentación, en el negocio relatado en la presentación, también se ha pactado una serie de reconocimientos consagrados en derechos a los inversores financieros a fin de proteger el valor del patrimonio invertido. Estos reconocimientos

*Handwritten signature and initials in blue ink.*



Ministerio de Economía  
Secretaría de Defensa de la Competencia y del Consumidor  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia



permiten a los inversores elegir hasta dos de los diez miembros del directorio y les otorgan un derecho de voto impeditivo sobre ciertas decisiones extraordinarias.

Entre estas decisiones se encuentran, entre otras, las fusiones, los aumentos de capital, la distribución de dividendos y la modificación de los estatutos.

Debe destacarse que es usual en este tipo de inversiones financieras que se contemplen derechos protectivos a los inversores, cuya finalidad es la incolumidad del patrimonio societario y la salvaguarda de sus intereses financieros. En este caso, la posición se ve reforzada por la naturaleza de quienes son los adquirentes de las acciones, que son inversores financieros cuyo principal interés es la protección de su inversión.

Por ello, en tanto y en cuanto los derechos de veto otorgados no se refieran a las políticas comerciales y a su consecuencia directa, es decir a la estrategia competitiva, tales derechos no se consideran aptos para otorgar al que los pueda ejercer el control de la empresa.

Así, la jurisprudencia comparada, en particular la europea, cuyo régimen de control de concentraciones fue fuente de inspiración de la Ley N°25.156, entiende que los derechos de veto que dan lugar al control deben referirse a las decisiones estratégicas sobre la política comercial de la empresa, es decir a decisiones y cuestiones tales como el presupuesto, el programa de actividades, el plan de negocios o el nombramiento de altos directivos. Por el contrario, los derechos de veto generalmente concedidos a los accionistas minoritarios a fin de proteger sus intereses financieros como inversores, no dan lugar al control.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ver Comunicación de la Comisión sobre el concepto de concentración con arreglo al Reglamento 4064/89, DO C 385 de 31.12.1994).



Ministerio de Economía  
Secretaría de Defensa de la Competencia y del Consumidor  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia



Por todo lo expuesto, el derecho de voto impeditivo descrito en la presentación, si bien conlleva la posibilidad de oposición a ciertas decisiones extraordinarias, se enmarca en lo que usualmente se pacta con esta clase de inversores financieros que buscan proteger su inversión y no significa la toma de control de la empresa o el otorgamiento de una influencia sustancial en la toma de decisiones que hace al desarrollo comercial ordinario y al desenvolvimiento competitivo de la misma.

En otro orden, la última parte del inc. d) consagra como medio para llevar a cabo una concentración económica "cualquier otro acuerdo o acto que le otorgue influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una empresa".

Una interpretación sistemática significa que los acuerdos a los que se refiere este inciso no son los contemplados en el inc. c), sino que se refiere a acuerdos distintos de las adquisiciones de acciones o de participación de capital del previsto en el inc. c) del artículo 6° de la Ley N° 25.156.

Además, como se observa en la descripción realizada en la presentación, el voto impeditivo es una potestad que implica una acción defensiva respecto de ciertas decisiones de envergadura que pudieran ser tomadas. En ese sentido, se trata, entonces, de una voluntad negativa, de obstaculización a ciertas acciones extraordinarias que pretendan ser llevadas a cabo. Es decir, que los adquirentes no pueden "adoptar decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una empresa", extremo requerido por el inc. d) del artículo 6to, sino únicamente pueden impedir las.

Por lo expuesto, la operación descrita en la consulta y siempre con los recaudos de la completitud y veracidad de la misma, no se encuentra

4  
P



Ministerio de Economía  
Secretaría de Defensa de la Competencia y del Consumidor  
Comisión Nacional de Defensa de la Competencia



encuadrada en los términos del artículo 6° de la Ley N° 25.156 y, en consecuencia, no es de aplicación lo estatuido en el artículo 8° del citado cuerpo legal.

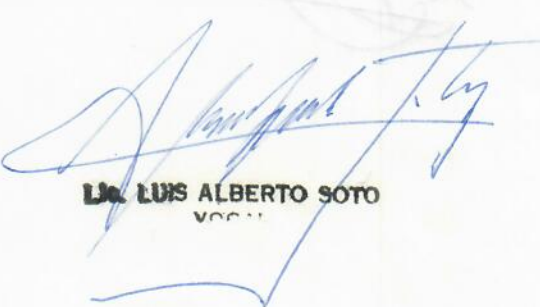
Esta Comisión Nacional reitera y hace saber a los presentantes que esta opinión consultiva se refiere pura y exclusivamente a los hechos y circunstancias relatadas en la presentación. En consecuencia, cualquier omisión o modificación en la base fáctica o jurídica en la que se basa esta opinión determina la invalidez de la presente.

En ese sentido, se establece la obligatoriedad de informar todo cambio tanto en el acuerdo de accionistas como en todo otro convenio que puedan importar un cambio en el control societario.

Finalmente, y dado el importante volumen de causas que se encuentra en trámite por ante este Organismo, se sugiere a los presentantes tomar los recaudos necesarios a efecto de su tratamiento con la debida antelación.

  
Dra. MARIA VIVIANA QUEVEDO

  
Lic. KARINA PRIETO  
VOCAL

  
Lic. LUIS ALBERTO SOTO  
VOCAL

Bs As, 22 de diciembre de 1999

En la fecha se presenta en esta Comisión Nacional, el Dr. José M. Szeng Uchierite, Letrado patrocinante del Grupo Clarín S.A., quien se notifica de la presente opinión consultiva y retira una copia certificada de la misma. Conste.



En la fecha se presenta en esta E.N.D.C. el Dr. Héctor Maral, letrado de GS Capital Partners, a quien notifico la opinión consultiva por antecedente y luego entrego de una copia certificada de la misma

