



Ministerio  
de Economía  
y Finanzas



Comisión de Promoción y  
Defensa de la Competencia

**Informe No. 130/2021**

Montevideo, 4 de junio de 2021.

**ASUNTO N° 19/2021 -RECAPITALIZACION ENJOY S.A. -**

**CONSULTA**

**1. ANTECEDENTES.**

Vienen estas actuaciones para informe jurídico según pase de fecha 26 de abril 2021, a los efectos de evacuar una consulta no vinculante respecto a si una recapitalización de una sociedad anónima podría implicar una concentración económica en los términos del Art. 7 de la Ley N° 18.159.

**2. ANALISIS.**

Con fecha 23 de abril del corriente comparece ante esta oficina el Sr. Juan Manuel Mercant en representación de Baluma S.A. (en adelante "Baluma"), según surge del mandato para pleitos acreditado en autos a fs. 8-14. La consulta presentada es a los efectos de obtener una respuesta sobre los efectos que desde el punto de vista de la competencia podrían verse alcanzados en la recapitalización del Grupo Enjoy S.A. (en adelante "Enjoy"), del cual Baluma es subsidiaria y 100% controlada por aquél. El grupo opera en la industria hotelera en la ciudad de Punta del Este a través de Baluma. La consulta apunta a conocer cuál es el criterio de la Comisión ya que las características de la operación generan la duda de si podría asimilarse a un acto de concentración económica, y en el caso afirmativo, quienes deberían solicitar la autorización previa, de acuerdo a la disposición del Art. 7 de la Ley.

A consecuencia de las circunstancias de crisis social y sanitaria la actividad comercial se encuentra naturalmente afectada y “Enjoy Punta del Este” no es ajeno a esta situación, además de ser el único emprendimiento comercial que el grupo tiene en Uruguay a través de Baluma.

El grupo de origen chileno llevó adelante un proceso judicial de Reorganización y Liquidación de Empresas y Personas ante el Juzgado 8° en lo Civil de Santiago de Chile, el cual culminó en un acuerdo entre sus acreedores, donde se resolvió continuar con las actividades comerciales del grupo, así como a dar cumplimiento a las obligaciones de pago, y proceder a convertir deuda en acciones para la obtención de recursos financieros.

Cabe destacar que, a los efectos del presente análisis, la estructura societaria de Enjoy se constituye con al menos 840 accionistas registrados. Por la evidente complejidad, para obtener el control de la sociedad se debe contar con la anuencia y el voto de por lo menos dos de los accionistas mayoritarios (Entreteniciones Consolidadas SpA e Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Ltda.) para llegar a lograr el 50%+1 de acciones con derecho a voto. El compareciente aclara que con fecha 21 de agosto de 2017 celebraron un pacto por instrumento privado en idioma inglés denominado “Shareholders Agreement” que *“no constituye un acuerdo de actuación conjunta, pero regula las relaciones de las partes como accionistas de Enjoy. No instrumenta un control conjunto de jure.”*

Ese último punto es de importancia, dado que a los efectos del estudio en materia de Competencia el cambio en la estructura de control será el centro de la cuestión planteada.

La recapitalización de Enjoy consistirá en la emisión de distintas clases de bonos, a modo de sanear la situación financiera que padece. Dentro de la variedad de bonos que se emitirán, el Sr. Mercant a modo de resumen detalla que la refinanciación de la deuda implica que en el correr de determinados plazos los tenedores de bonos conviertan en acciones su participación, diluyendo actuales accionistas. Sin embargo, explica que *“ninguno de estos bonistas estará en posición de adquirir por sí solo el control del Enjoy: en efecto habría que juntar hasta 4 de los nuevos accionistas para llegar al 50%. Tampoco tenemos ninguna coordinación entre ellos, sea formalmente a través de un acuerdo o informalmente, al ser grupos de inversores muy distintos con incentivos variados.”* (fs. 3 vto.).

Sabemos que, al hablar del régimen de concentraciones vigente (Art. 7 de la Ley N° 18.159 con las modificaciones dadas por la Ley N° 19.833) estamos hablando de un fenómeno económico que requiere de un control previo, “un régimen de autorización”, condicionando



Ministerio  
de Economía  
y Finanzas



Comisión de Promoción y  
Defensa de la Competencia

a la concreción del negocio o a su validez, el aval de la autoridad competente en la materia. A su vez, estableció un nuevo y menor umbral de facturación bruta anual, tanto sea de forma conjunta de las empresas participantes o no. Entonces, la norma exige la notificación previa de todo acto de concentración económica, siendo ésta *“aquellas operaciones que supongan una modificación en la estructura de control de las empresas partícipes”* que puede darse a través de una serie de posibilidades enunciadas en la norma (fusión, adquisición de acciones, etc.,) *“... y toda otra clase de negocios jurídicos que importen la transferencia del control de la totalidad o parte de unidades económicas o empresas”*. La ley no discrimina un porcentaje mínimo de adquisición; se refiere a la transferencia de control de la *“totalidad”* o *“parte”* de unidades económicas o empresas. En el caso de la consulta de marras, la incorporación de los nuevos accionistas no comprendería en principio la posibilidad de adquirir el control, al menos que exista un acuerdo de 4 accionistas para lograr un 50%.

Las sociedades anónimas son estructuras adecuadas para concentrar capital, pero también pueden favorecer el licuado de participantes u accionistas según los distintos intereses de los accionistas. Con esto esta asesora se refiere a que, las convergencias de las decisiones entre accionistas pueden llevar a controlar una sociedad, como puede no darse. Si bien la sindicación de acciones entre los mayoritarios no está acordada en el sentido del control de la sociedad, podría llegar a ocurrir entre alguno de ellos y otros minoritarios, aunque a la fecha no se haya concretado ningún acuerdo. En virtud de lo dicho, esta asesora no puede responder de forma categórica a la consulta, puesto que es posible que se diera una situación de cambio en la estructura de control, reuniendo accionistas mayoritarios o accionistas mayoritarios con minoritarios también del cual se desconoce información de participaciones. En el punto 23, fs. 4 vto., se afirma que *“nadie detenta el control mayoritario de acciones en la compañía Enjoy, y la conversión de los bonos en acciones no cambiaría este hecho”* (...) *“El control de Enjoy seguirá siendo fruto de las decisiones de la mayoría de los accionistas representados en la asamblea general anual”*. Frente a este panorama, el hecho de que no suceda a futuro un cambio en la estructura de control, es cuestionable. Nada asegura que algunos

o todos los accionistas de una sociedad, se obliguen a asumir determinados comportamientos en el ejercicio de sus derechos, influyendo en pos de sus intereses comunes.

El consultante también requiere la opinión de la Comisión en quienes serían los “participantes” en el caso de considerarse este hecho como una concentración económica. Es opinión de quien suscribe que la figura del vendedor sería el emisor de las acciones, el grupo Enjoy. En virtud del acuerdo de acreedores, el grupo que definió mediante acuerdo como financiar la deuda. Ese acuerdo implica, entre otras medidas, una opción para los actuales accionistas de suscribirse a nuevas acciones o no (renunciar a ellas). A pesar de ser una sociedad anónima abierta, las influencias de control pueden ser ínfimas, por lo que a los efectos de la competencia es relevante la información en cuanto al cambio en la estructura de control -si lo hubiera-.

La respuesta en cuanto al comprador también reviste cierta complejidad, sin embargo, en función de lo dicho anteriormente, en el caso de entenderse como una concentración y de concretarse la reunión conjunta de un 50% de las acciones con derecho a voto, éstos serían los indicados a solicitar la autorización, sin perjuicio de que puede ejercerse con mayor o menor fuerza dependiendo del grado de control obtenido, que dependerá de cada caso y de cada situación en concreto.

Respecto al umbral de facturación esta asesora no tiene para formular ninguna observación a lo expresado por el consultante.

### **3. CONCLUSIONES.**

En virtud de lo desarrollado previamente y a criterio de quien suscribe, la consulta planteada por el Sr. Mercant no implicaría a priori un acto de concentración económica salvo que opere una modificación en la estructura de control de Enjoy, en cuyo caso se requerirá solicitar la autorización correspondiente.

Dra. Mariana Quagliata