

La naturaleza del control de empresas desde el punto de vista del Derecho de la Competencia

Sobre su relevancia y algunas insuficiencias

Juan Jiménez-Laiglesia

Socio de Pérez-Llorca

DEPARTAMENTO DE DERECHO
DE LA COMPETENCIA

Jaime de Blas Aguilera

Asociado de Pérez-Llorca

DEPARTAMENTO DE DERECHO
DE LA COMPETENCIA

I. Introducción y propósito	16
II. El control como elemento formal que da lugar a una concentración. ¿Se trata de un criterio suficiente?	18
III. Sobre la adquisición de participación que no confiere control	23
Dificultades en la definición del problema	24
Dificultades en entender el significado del problema	26
Dificultades a la hora de solucionar el verdadero problema	29

Índice/



Resumen: Desde la óptica del Derecho de la Competencia, el control constituye un elemento esencial, pues es la premisa que determina la existencia de una operación de concentración y, por tanto, su eventual notificación a las autoridades de competencia dependiendo del cumplimiento de los umbrales correspondientes. Pero, además, el control condiciona los posibles compromisos ofrecidos para solucionar, en su caso, los problemas de competencia que pudieran derivarse de dicha concentración.

No obstante, el sistema actual parece centrarse más en apreciar la existencia o inexistencia de dicho control que en analizar los posibles efectos que la operación pueda tener sobre la competencia efectiva en los mercados. Esto tiene consecuencias importantes, pues puede suponer que determinadas operaciones que no se consideran concentraciones y, por tanto, quedan al margen del sistema de control existente, produzcan, sin embargo, efectos en el mercado cuya reparación solo podría producirse *ex post*.

Este artículo expone las limitaciones de la concepción de control actualmente utilizada para determinar la existencia de una concentración, poniendo de manifiesto la amplia discrecionalidad de las autoridades de competencia a la hora de apreciar tal control y la falta de seguridad jurídica ante determinadas situaciones, principalmente las adquisiciones de participaciones que no confieren control.

Abstract: Control is an essential element of Competition Law since, under the applicable regime, it determines the existence of a concentration (and therefore, depending on whether the relevant thresholds have been met, if the transaction needs to be filed with the competent competition authority). Moreover, it affects the potential commitments made with the aim of fixing competition concerns arising out of the concentration.

However, the current system of control is problematic, as it seems to be more focused on determining whether such control exists, rather than on analysing the effects that a transaction could have on effective competition in the markets. This can have significant consequences in terms of competition, since it can lead to certain transactions falling out of the scope of the current control system and produce effects in the market that can only be fixed *ex post* (if at all).

This article sets out the limitations of the current control system used to determine the existence of a concentration, and evidences the wide discretion the competition authorities have when determining such control, as well as the lack of certainty and legal security in certain situations, mainly in connection with acquisitions of non-controlling stakes.



Palabras clave: Autoridades de competencia, control de concentraciones, control exclusivo, control conjunto, inexistencia de control, participaciones que no confieren control, *partial ownership*.

Keywords: Competition authorities, merger control, sole control, joint control, lack of control, partial ownership.

La naturaleza del control de empresas desde el punto de vista del Derecho de la Competencia

I. Introducción y propósito

El control, la mera posibilidad de ejercer una influencia decisiva en la conducta de una empresa en el mercado (generalmente a través de la capacidad de decisión y/o del ejercicio del derecho de veto sobre determinadas materias), constituye un elemento tan esencial para el Derecho de la Competencia que, en ocasiones, importa más determinar su existencia que analizar sus efectos. En qué medida es así se descubre al tener en cuenta todos los ámbitos en que ello puede ser esencial. Listamos brevemente algunos:

- (i) la posibilidad de tener o no que notificar una operación de concentración por modificación estable de la naturaleza de control de una compañía,
- (ii) la creación de empresas conjuntas y la determinación de si son o no de plenas funciones,
- (iii) la evaluación de participaciones minoritarias y significativas o en compañías que puedan ser consideradas competidoras actuales o potenciales,
- (iv) el examen de la naturaleza y objeto de un acuerdo horizontal o vertical entre empresas,
- (v) las atribuciones de cuota de mercado en imputaciones de posición de dominio,
- (vi) la posibilidad de la mera existencia de control *de facto* de otra compañía a través de contratos de suministro o de contratos de opción de compra o de venta,
- (vii) la existencia de responsabilidad de la matriz de un grupo sobre la conducta de una filial (esencial en este momento en procedimientos de reclamación de daños derivados de conductas restrictivas de la competencia), o
- (viii) la configuración de procesos de reorganización interna de grupos de compañías.

El concepto de control en Derecho de la Competencia es un concepto jurídico autónomo que puede diferir del aplicado en otras ramas del Derecho. Se trata, además, de un elemento transversal para el análisis de múltiples problemas, que

condiciona procedimientos de examen y remedios de problemas. Formalmente, el hecho de su adquisición distingue, ante todo, a una operación de concentración, que será notificable ante la autoridad de competencia que corresponda en caso de cumplirse los umbrales de notificación legalmente previstos. En tales casos, la situación de control condiciona los posibles compromisos que puedan ofrecerse para eliminar los problemas de competencia derivados de la operación de concentración y, asimismo, puede delimitar qué acuerdos escapan a la aplicación de las normas de competencia, aun siendo considerados, en abstracto, como restrictivos de la competencia, por tratarse de acuerdos accesorios y necesarios para la ejecución de la propia transacción (comúnmente, los acuerdos de no competencia y similares, aunque caben muchos más tipos de acuerdos).

La propia existencia y la naturaleza del control pueden ser casi siempre discutibles, dependiendo de la importancia que se conceda a unos u otros elementos, cuantitativos o cualitativos. La consulta de la comunicación consolidada de la Comisión Europea sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, realizada de conformidad con el Reglamento (CE) no 139/2004 del Consejo¹, sobre el control de las concentraciones entre empresas, en particular sus páginas 5 a 23, da buena fe de ello. No existe una enumeración cerrada de las circunstancias que determinan la existencia de control, entre otras razones porque los elementos que indica el legislador nunca han pretendido ser una lista cerrada o exhaustiva de los presupuestos que dan lugar a control, sino que, en realidad, enumeran situaciones que permiten ejercerlo: la propiedad de, o el derecho de explotar, los activos de una empresa, o la influencia decisiva sobre las decisiones de los órganos de administración de una empresa.

Se trata, en suma, de un concepto central para el entendimiento del objeto y efecto en la competencia de las transacciones entre empresas que, además, va camino de afectar gradualmente a la aplicación de otras normativas, singularmente las que se encuentran dentro del perímetro de determinación del control desde el punto de vista societario o mercantil².

Históricamente, la teoría de la empresa y, por tanto, el análisis fenomenológico de su control, se remonta a *The Nature of the Firm* de Ronald Coase³, que es un buen punto de partida para cualquier análisis del derecho corporativo, especialmente un estudio de adquisiciones, que profundiza en cómo se asigna la autoridad y el control sobre la empresa. Previamente, la publicación en 1932 de *The Modern Corporation and Private Property* por Adolf Berle y Gardiner Means supuso un hito decisivo en el análisis de la asignación de control en el seno de las corporaciones. Berle y Means documentaron un fenómeno hoy bien conocido, la separación de la propiedad y el control, y observaron que la propiedad corporativa está ampliamente dispersa entre los accionistas, los cuales no pueden coordinar sus actividades debido a problemas de acción colectiva y apatía racional, y el control efectivo de la corporación termina en manos de sus administradores de hecho. Es por ello que el control efectivo determina el destino de una empresa y es lo que merece relevancia desde un sistema de control de concentraciones; quién tiene, y si la comparte, dicha posibilidad.

1 2008/C 95/01 de 16 de abril de 2008.

2 No analizamos el efecto que el concepto de control está teniendo en la definición de grupo de sociedades y en la normativa de mercado de valores ni examinamos sus limitaciones actuales respecto al control conjunto en un momento donde se han establecido nuevas reglas de transparencia y validez de pactos parasociales respecto a sociedades cotizadas y se pretende dotar de contenido a la definición de actuación concertada. Tampoco evaluamos el concepto de grupo que utilizan los órganos reguladores españoles.

3 COASE R.H., "The Nature of the Firm", en *Economica*, Vol. 4, nº 16, noviembre 1937.

"The basic proposition advanced in this paper is that the control of corporations may constitute a valuable asset; that this asset exists independent of any interest in either economics of scale or monopoly profits; and that an active market for corporate control exists⁴."

La importancia de la transferencia de control a través del mecanismo de fusiones y adquisiciones se originó a finales del siglo XIX ligada al nacimiento y consolidación de la empresa moderna. En aquel momento, los economistas contemplaban el crecimiento a través de fusiones de compañías como Standard Oil, U.S. Steel o DuPont como un proceso natural que incrementaba la eficiencia de la entidad resultante de modo natural. La literatura académica ligada al concepto de "market for corporate control" (más allá de la motivación ligada a la correlación del tamaño con la eficiencia) no se origina sino hasta los años sesenta del siglo pasado y es en ese contexto en el que nacen los primeros esbozos de normas que sustentarán un régimen de control de formas de transferencia (estables) de dicho control efectivo.

No pretendemos aquí llevar a cabo un estudio exhaustivo del concepto de control en Derecho de la Competencia, ni mucho menos abarcar todas las posibles consecuencias de este concepto en la realidad de las transacciones entre empresas. Lo que pretendemos es analizar, brevemente, algunas cuestiones controvertidas que creemos de interés. Nos interesa examinar las limitaciones prácticas que tiene este concepto para determinar la existencia de una operación de concentración en los casos de control conjunto de dos o más empresas, sobre todo por la ausencia de revisión jurisdiccional de las decisiones discrecionales de las autoridades de competencia. También examinaremos de forma sucinta los problemas de los acuerdos intragrupo con especial referencia a qué grados de control son suficientes para apreciar su existencia. Describiremos, asimismo, las principales características del sistema actual de análisis del control y plantearemos la alternativa de poner el énfasis en los efectos que la operación pueda producir en el mercado, con independencia de si se trata de un cambio formal de control tal y como la regulación actual lo define. Expondremos también algunas dificultades que plantea la aplicación práctica del citado sistema formal enfocado en la situación de control, principalmente en relación con las adquisiciones de participaciones que no otorgan tal control.

II. El control como elemento formal que da lugar a una concentración. ¿Se trata de un criterio suficiente?

Una concentración abarca la adquisición del control de hecho o de derecho de activos o empresas incluyendo la creación de una empresa en participación con plenas funciones. Si una operación no implica adquisición de control de algún tipo, no existe obligación de notificarla. Por lo tanto, la existencia de la adquisición de control da lugar a la obligación de notificar y justifica la competencia (junto con otros elementos) de la autoridad para examinar la operación.

4 MANNE H., "Mergers and the market for corporate control", en *Journal of Political Economy*, 73, 1965, págs. 110-120.

La apreciación de la existencia de una operación de concentración debería ser un ejercicio simple, con la menor ambigüedad posible. Igualmente, la definición debería garantizar en lo posible que todas las operaciones que tuvieran un impacto *estructural* relevante en las condiciones de competencia efectiva de un sector de actividad fueran examinadas *ex ante* conforme al análisis del control de concentraciones. Como señala el propio Reglamento 139/2004, los artículos 101 y 102 del Tratado de Funcionamiento de la UE no son suficientes para controlar todas las operaciones que puedan resultar incompatibles con el régimen de competencia⁵, si bien el artículo 7 del Reglamento 1/2003, al establecer la posibilidad expresa de remedios estructurales, constituye la base jurídica adecuada para ordenar la desinversión de participaciones *no de control* en competidores.

No es fácil entender exactamente lo que es un impacto estructural; y el modelo de examen no puede resolver todos los problemas existentes. Cabe recordar que, al contrario que en el resto de áreas del Derecho de la Competencia, el régimen de control de concentraciones debe llevar un examen prospectivo de efectos futuros (los efectos de una operación son objeto, en el fondo, de cierta especulación). En este contexto, en el que puede darse un fallo de mercado producto del comportamiento de las empresas atendiendo a la definición de poder de mercado, los reguladores deben seleccionar el análisis que maximice a largo plazo el bienestar del consumidor teniendo en cuenta la posibilidad del error en dicho análisis. Se producen errores encuadrables en dos categorías principales; errores de tipo I o falsos negativos (prohibir una operación que debería aprobarse o autorizarla sujeta a algún tipo de condición cuando debería autorizarse incondicionalmente) y errores de tipo II o falsos positivos (aprobar una operación que podría condicionarse o prohibirse).

En todo caso, desde el punto de vista de la eficiencia del control de concentraciones es preciso que el sistema defina correctamente y de manera previa su ámbito de aplicación; es decir, qué es lo que se examina. Y la opción que se presenta es compleja: o bien se establece un sistema que permita a la autoridad impugnar todas las operaciones desde el punto de vista de sus efectos en la competencia, con independencia de que la operación dé lugar o no a control⁶, o bien, como en nuestro caso, se opta por intentar aprehender en el concepto de control todas las operaciones que puedan tener un impacto estructural relevante para la competencia y se intenta, mediante directrices, especificar qué elementos distinguen la adquisición de control de la adquisición de participaciones en el capital y/o en los órganos de administración de una empresa que no confieren control.

En ambos casos no es preciso especificar cuantitativamente porcentajes de participación que den lugar a control⁷, pero es claro que un sistema que no atienda formalmente a si la adquisición de control constituye una operación de concentración, junto con una presunción de ausencia de efectos respecto a operaciones por debajo de un cierto umbral y cuyo objeto es solamente la inversión financiera, parece garantizar mejor la competencia jurisdiccional sobre la enorme variedad de transacciones que combinan intereses financieros y/o de control en multitud de grados y en momentos temporales diferentes.

5 Considerando nº 7 Reglamento 139/2004 del Consejo de 20 de enero de 2004 DOCE L 24/1 de 29.1.2004.

6 Sección 7 Clayton Act. "Una empresa no necesita adquirir el control de otra empresa para violar la sección 7 de la Clayton Act" véase Sentencia del Tribunal Supremo de los EEUU en *Denver & Rio Grande c. Estados Unidos* 387 US 3485 (1967). Véase también *Gulf & W. Indus.* 476 F.2d 687 (2nd Circuit 1973).

7 Adquisiciones parciales que han dado lugar a la aplicación de la sección 7 de la Clayton Act normalmente han sido superiores al 15 % del capital. Por ejemplo *DuPont 353 US* (un 23 %), *Crane Co.* 509 F. Supp (un 5 % junto con una oferta de compra del 15 %).

En efecto, definir la operación por la adquisición de control con carácter estable y fijar ahí la competencia de examen puede tener como consecuencia que algunas operaciones con efectos en la competencia no sean examinadas antes de su ejecución y que, por lo tanto, la solución o el remedio deban promoverse una vez que el daño presumiblemente ya se ha producido.

8 Asunto M.3071 *Carnival/P&O Princess*. Se trata de una segunda notificación de una operación en la cual no se ha modificado la naturaleza del control sino sencillamente se ha modificado la estructura de la operación. La Comisión aceptó el examen del asunto y examinó *ex novo* si había habido alguna variación en las condiciones de competencia.

9 Véanse apartados 262 y siguientes de M.2876 *Newscorp/Telepiù*. También puede consultarse la inacabable saga relacionada con el intento de Ryanair de adquirir Aer Lingus.

10 Véase el Documento de trabajo de la Comisión Europea, "Towards more effective EU merger control" de 25 de junio de 2013. Fundamentalmente su capítulo II dedicado a "Merger control for the acquisition of non-controlling minority shareholdings" ("structural links").

11 Apoyado parcialmente en los asuntos C-68/94 y C-30/95 *Kali* 1998 Rec. I-1375 apartado 171 y T-102/96 *Gencor* 1999 Rec. II-753. Véase M.2434 *Grupo Villar Mir/EnBW/Hidroeléctrica del Cantábrico* y sentencia del TPI en el asunto T-22/97, *Kesko*, Rep. [1999] p. II-3775, apartados 137 – 140.

12 Reglamento (CEE) nº 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

Con independencia de las dificultades de apreciar la existencia de control en algunas operaciones, la situación se agravaría si la autoridad de competencia, haciendo uso de su facultad discrecional, no fuera precisa en la aplicación de sus criterios. Así, por ejemplo, existen precedentes en los cuales se ha ejercido competencia de aprobación haciendo abstracción totalmente de la existencia de una modificación de control, lo que constituye un error sobre su propia competencia, pues si no hay modificación de la naturaleza de control no puede haber concentración⁸.

En otras ocasiones, la autoridad reconoce la existencia de un impacto estructural definiendo participaciones minoritarias no de control como participaciones significativas o que permiten el ejercicio de una influencia material pero no decisiva. Ello ocurre cuando la participación no es meramente financiera (similar a una mera inversión) y la Comisión Europea examina elementos que permiten diferenciar participaciones significativas de participaciones meramente financieras al objeto de justificar su jurisdicción sobre el examen de los efectos de dicha participación⁹. Mientras no haya una distinción clara, parece extraño que si una participación no de control permite *una influencia material pero no decisiva* ya que no es meramente financiera, se excluya la competencia de aprobación de estas operaciones *ex ante*. Y es claro que si se pretende crear una nueva categoría de participación significativa pero no de control lo que debe exigirse entonces es que se defina de la forma más aproximada posible con objeto de eliminar dudas¹⁰.

Este problema guarda relación con la afirmación de la competencia de la Comisión respecto a la aplicación del artículo 2 del Reglamento 139/2004 a empresas que no forman parte de la operación de concentración, es decir, que no son empresas afectadas¹¹. Ello permite a la Comisión prohibir una operación de concentración si se crea o refuerza la posición dominante de un tercero de forma que se obstaculiza significativamente la competencia. Si era posible examinar si una participación minoritaria de un tercero ajeno a la concentración era o no contraria al artículo 2 del antiguo Reglamento 4064/89¹², en particular sobre la base de que dicha participación es *estructural* respecto de la operación porque existe un nexo causal entre la participación y los efectos en la competencia¹³, entonces parecería aconsejable que dichas operaciones estuvieran sujetas a la notificación previa.

Por otro lado, la eliminación de vínculos estructurales entre competidores es un remedio bastante usual en el control de concentraciones, aparte de que se haya considerado que dicha participación puede resultar de un acuerdo restrictivo de la competencia si puede influenciar la conducta de los competidores aún cuando no implique control¹⁴ o cuando constituya un abuso de posición dominante prohibido por las normas de competencia¹⁵.

Ello implica aceptar que en determinados mercados las relaciones estructurales entre competidores reducen de forma desproporcionada el incentivo a competir en el mercado, además de servir de instrumento de coordinación de políticas de precio y conducta y de intercambio de información sensible¹⁶, por lo que la Comisión ha exigido en un gran número de asuntos que las partes en la operación de concentración se desprendan de su participación en un competidor. Por ejemplo, en el asunto IV/M. 1980 *Volvo/Renault* de 1 de septiembre de 2000, Volvo fue obligada a vender su participación minoritaria en Scania. En la misma línea, en el asunto IV/M. 1453 *AXA/GRE* de 8 de abril de 1999, GRE debió desprenderse de su participación en Le Foyer, un competidor en el mercado relevante o en el asunto IV/M.1082 *Allianz/AGF* de 8 de mayo de 1998 donde se obligó a la venta de la participación en un competidor. En España existen también precedentes de órdenes de desinversión cuya aplicación en la práctica, a pesar de la falta de información, es cuando menos curiosa dado el general desconocimiento de las razones de la decisión (por ejemplo, el asunto *Mahou/San Miguel*, con exigencia a la empresa fusionada de desinvertir en Damm y aprobación de la venta del paquete a un competidor potencial –*Interbrew*– en un mercado en duopolio aprobado en contra del criterio del Tribunal y con mantenimiento de derechos por parte del vendedor respecto al ejercicio de los derechos inherentes a la participación). La Comisión también ha limitado de forma efectiva el ejercicio de los derechos derivados de dicha participación¹⁷.

En suma, hubiera sido interesante debatir en su momento, en el contexto de la reforma del sistema de control de concentraciones comunitario, si era preferible abandonar el criterio de control como elemento formal de la definición de concentración y sustituirlo por un criterio más amplio que atendiera bien a cualquier influencia no meramente financiera o a otros relacionados con el tamaño de la transacción.

La Comisión planteó la cuestión de forma parcial y finalmente no ha revisado la aplicación del concepto de control en ninguna de las reformas del sistema. Su posición es que no cabe una definición previa de transacciones no de control que pudieran estar sometidas a la obligación de notificar, si bien reconocía (en su momento, previo a la reforma del régimen de control de concentraciones de 2004) que carecía de datos respecto a la incidencia real de este tipo de operaciones no de control¹⁸. Aún así, la conclusión es razonable si se mantiene la adquisición de control como elemento que caracteriza a una operación de concentración porque, en efecto, resulta absurdo intentar formular una tipología general de transacciones de esta naturaleza para someterlas a una obligación de notificación. Sin embargo, como veremos, es posible establecer determinadas circunstancias en las cuales sí se justificaría tal examen que, más que relacionado con una tipología de operaciones, tiene que ver con señales de hecho o de derecho que convendría fueran tratadas en detalle.

18 Apartados 24 y 25 de la Comunicación Remedios de la Comisión Europea: "En otros casos una posible solución es la cesión de participaciones minoritarias... a fin de aumentar los incentivos para competir en el mercado".

13 Apartados 276 a 281 de News-corp/Telepiù, citando expresamente el asunto M. 2845 Sogecable/Vía Digital en cuya decisión de reenvío de 14 de agosto de 2002 la Comisión examinó los efectos de la participación "no de control" de Telefónica en Sogecable en los mercados de telecomunicaciones.

14 Asunto 142, 156/84 Philip Morris Rec. 1987 4487 y Decisión de la Comisión Europea en el asunto Enichem/ICI DOCE 1988 L50/18.

15 Decisión de la Comisión Europea en el asunto Gillette DOCE 1993 L116/21.

16 Por ejemplo, asunto IV/M. 2567 Nordbanken/Postgirot de 8 de noviembre de 2001 en la que la Comisión exigió a Nordbanken que redujera su participación en un competidor a no más del 10 % del capital, renunciara al ejercicio de sus derechos como accionista excepto aquellos relativos a la protección de sus intereses financieros, se comprometiera a no incrementar su participación, renunciara de forma absoluta a participar en los órganos de administración y a obtener información confidencial o sensible sobre la conducta de la empresa en el mercado. Limitaciones similares pueden verse entre otras muchas en IV/M.1080 Thyssen/Krupp de 2 de junio de 1998.

17 Apartado 109 del Libro Verde sobre la reforma del Reglamento 4064/89.

La adquisición de control exclusivo de derecho o de hecho no suele presentar excesivos problemas. Normalmente los derechos que se adquieren respecto a la dirección de la empresa deben bastar para apreciar su existencia. En los casos de adquisición de la mayor participación minoritaria, el análisis debería centrarse, ante todo, en los elementos que indiquen que dichos derechos no permitan de forma duradera el control de la empresa. Es correcto, por lo tanto, examinar en casos de control *de facto* si la estructura del accionariado permite el control. Otra cosa es que no estén claros los límites reales del examen de la dispersión del accionariado en los casos de control exclusivo *de facto* (por ejemplo, qué ocurre si, teniendo en cuenta los accionistas presentes o representados¹⁹, la dispersión no permite el ejercicio del control en todos los años que se examinan, o la cualidad de accionista meramente financiero de los demás accionistas no es clara). En estos casos, las circunstancias de la operación deberían ser tenidas también en cuenta y así, por ejemplo, la existencia de una prima sobre el valor de mercado, intentos anteriores de adquisición de control o el recurso a la financiación externa son elementos que permiten, en el caso concreto, apreciar la intención de asumir control individual derivada de la operación.

Es en los casos de control conjunto *de facto* en los que no se da bloqueo perfecto o sindicato de accionistas, donde la cuestión se complica, sobre todo por la introducción del derecho de veto como equivalente a control, y la aceptación general de excepciones, matizaciones o interpretaciones a este criterio mediante determinadas formas que permiten una interpretación demasiado discrecional sobre las circunstancias en las cuales existe o no una operación de concentración por la existencia de control conjunto.

En efecto, incluso aun cuando se pueden criticar ciertas ambigüedades que deberían ser resueltas de forma más clara (por ejemplo, especificar qué ocurre cuando existen dos o más órganos de gestión de una empresa con participación diferente de los socios, qué límites debe tener la delegación de la gestión en uno de los socios, o la atribución de mayor objetividad a los elementos sobre los cuales debe versar el derecho de vetar), no es objetable que el poder bloquear una decisión constituya una forma decisiva de influir en la gestión de una sociedad y que este principio sea perfectamente entendido en la práctica.

Sin embargo, como decimos, la interpretación puede llegar a ser excesivamente discrecional dado que el ejercicio del derecho de veto debe ser puesto en relación con su propia naturaleza en el acuerdo y con el negocio de la empresa conjunta. Por ejemplo, se acepta la compatibilidad de la existencia de derecho de veto con el voto de calidad de una de las partes²⁰ lo que, desde el mero sentido común, implica que no hay control conjunto pues una parte se puede imponer a la otra (si control es la mera posibilidad de influir, es claro que la mera posibilidad de que solamente una de las empresas decida debería excluir la existencia de control conjunto). Esta anómala aceptación se hace distinguiendo entonces si la contribución de cada una de las partes es vital queriendo decir, quizá, que su posición no es meramente financiera. Pues bien, si su contribución es vital, el derecho de veto y el voto de calidad son irrelevantes pues la ausencia de dicho accionista implica la disolución del control y, por lo tanto, nos remite a un sistema de definición

19 Apartado 7 de la Decisión IV/M.343 Société Générale de Belgique/Générale de Banque.

20 Decisión M. 553 RTL/Veronica/Endemol confirmado por STPI asunto T-221/95 Endemol 1999 Rec. II-1299.

de concentración que solamente excluya las operaciones cuyo único objetivo sea la inversión. Esta anomalía obliga también, como sustituto imperfecto de la inexistencia de derecho de veto, a atender a los mecanismos de conciliación de decisiones entre las partes: si son suficientemente complejos se puede presumir que existe control conjunto a pesar de que una de las partes no tenga derecho de veto²¹. En suma, ambigüedades respecto a un criterio formal que define una operación de concentración y que crea inseguridad jurídica a la hora de evaluar los acuerdos entre los accionistas.

Otro ejemplo se refiere a la posibilidad de apreciar la existencia de control conjunto sobre la base de acuerdos laxos (es decir, donde no exista obligación de voto conjunto), entre las partes respecto a la gestión de la empresa conjunta y el sentido del voto en los órganos de administración. En estos casos no existe una guía clara sobre qué elementos permiten concluir que existe control conjunto: la mera declaración de su excepcionalidad es irrelevante cuando es posible apreciar que existe, en muchas ocasiones, interés en evitar precisamente la obligación de notificación. El contenido de las declaraciones de intenciones y su verdadera aplicación en la práctica son criterios que pueden ser excesivamente vagos a la hora de determinar si existe control conjunto o no²². En estos casos, y sobre todo cuando no se trata de empresas conjuntas de nueva creación sino de la modificación de los accionistas de control, la discrecionalidad administrativa es demasiado amplia, pues basta la inexistencia de un acuerdo jurídicamente vinculante para que la autoridad atribuya como le parezca qué importancia debe darse a la contribución de cada parte (incluyendo la financiera²³), a la intención última en la conclusión de un acuerdo, al contenido último de las meras declaraciones de intenciones o a factores igualmente vagos.

En suma, si se mantiene un criterio formal de definición de concentración que por sus propias limitaciones atiende en ciertos casos a la lógica económica de la operación, parece inevitable que la aplicación de la obligación de notificación dependa en ocasiones de una interpretación discrecional de la administración competente sobre dicha lógica. En estos supuestos, asumiendo que no se opta, como es el caso, por un sistema que obvie la adquisición de control o la modificación de su naturaleza a pesar de que no se cuente con datos sobre la verdadera frecuencia de las participaciones no de control, sería necesario que se explicara con el mayor detalle posible qué principios de actuación pueden ser anticipados por las partes con objeto de incrementar la seguridad jurídica a la hora de negociar sus acuerdos de control y ser coherente respecto a la creación de categorías intermedias de participación en el capital que, no siendo de control, se consideran significativas.

III. Sobre la adquisición de participación que no confiere control

Una vez vistas las limitaciones del concepto de control como elemento formal de lo que constituye una operación de concentración, pretendemos ahora atender a tres ámbitos relacionados de la participación que no confiere control: en primer lugar, las dificultades en la definición del problema (lo que son y lo que no son

21 Compárese M. 975 Albacom/BT/ENI/Mediaset con M. 342 Fortis/CGER.

22 M. 331 Fletcher Challenge/Methanex, M. 548 Nokia/SP Tyres UK. Por ejemplo, un acuerdo que se limite a establecer que se harán los mayores esfuerzos para acordar una posición común unido a obligaciones de mantenimiento de determinado porcentaje en el capital se ha considerado que permitía ("es de esperar") el control conjunto de dos sociedades que no alcanzaban la mayoría en el capital ni en los órganos de una empresa teniendo en cuenta la posible "ausencia" de los demás representantes en los órganos de administración (Apartado 7 de la Decisión de 14 de agosto de 2002 M. 2845 Sogecable /Vía Digital).

23 Véase el examen de la posición de Telecom Italia en M. 2876 NewsCorp/Telepiù.

dichas participaciones); en segundo lugar, las dificultades en entender su significado (el efecto que los incentivos tienen sobre el modelo de análisis) y, finalmente, las dificultades en encontrar un marco coherente de solución para tratar estas participaciones (la necesidad de discriminar entre categorías de participaciones en función de las características de los partícipes y las características estructurales del sector o mercado en que participen) como propuesta más matizada a la lógica exclusión general de la obligación de notificación de la adquisición de participaciones minoritarias.

Dificultades en la definición del problema

Este epígrafe tratará específicamente las situaciones en las que una empresa adquiere un porcentaje del capital de otra actual o potencialmente competidora en el plano horizontal, y no tratará las *joint ventures* cooperativas y las situaciones similares puramente verticales.

Como se ha visto en la sección anterior, entendemos que se ha dado un tratamiento inadecuado al controvertido problema de la adquisición de control. Las causas de ello (la necesidad de ofrecer grados de seguridad jurídica suficientes, atender la mayoría de situaciones en un plazo razonable de tiempo o reducir a esquemas sencillos de autoevaluación los hechos desencadenantes de operaciones de concentración) no pueden ocultar la necesidad de apreciar de manera diferente determinadas situaciones (las que aquí conoceremos como de *partial ownership*²⁴) sobre todo cuando el objeto de un sistema de control es no obstaculizar lo eficiente pero, asimismo, en otro sentido necesario, no aprobar aquello que tiene el mismo efecto potencial que lo que se declararía prohibido.

El problema de *partial ownership* refleja esta controversia generalizada sobre el control de manera mucho más acusada y ayuda a una de las conclusiones propuestas: que es aconsejable modificar el hecho de la adquisición de control como desencadenante de operaciones de concentración hacia la doctrina del *size of transaction* pura²⁵.

Nuestra tarea aquí consistirá en tratar de delimitar jurídicamente el ámbito de análisis que afecta al hecho de la participación (cualitativa también, aunque generalmente cuantitativa) no cualificadora de control o, de otro modo dicho, aquella que no es idónea para desencadenar el hecho del control (exclusivo o conjunto) en el sentido de la terminología adoptada por el sistema comunitario o nacional de control de operaciones de concentración.

Aunque intuitivamente pensamos que la adquisición sin control debe implicar efectos sobre la competencia efectiva menos acusados que los que se dan en una operación de concentración²⁶, no debemos dejarnos engañar por los aspectos formales de la definición de concentración que incluye la norma. Es cierto que lo más general es la modificación estable de la estructura de control a través de fórmulas que afectan a la propiedad de las acciones de la compañía de modo completo, pero pensemos que la norma contiene también situaciones cuya plasmación práctica es, cuando menos, poco común: por ejemplo, la adquisición

24 Estas situaciones que intentan analizar qué es lo que ocurre cuando no se da control se han definido en el pasado de manera errónea como, por ejemplo, control parcial, control pasivo, participación de carácter financiero, *minority shareholding*, participación *solely for investment*, control incompleto, etc.

25 No debe, lógicamente, confundirse la *size of transaction* con la mera utilización de umbrales. La adquisición de control en la normativa comunitaria europea y en la española y los problemas que ello causa son ajenos a esta teoría. En España, la utilización como umbral alternativo de la necesidad de adquirir un 30 % de cuota de mercado supone un problema más complejo aún.

26 Utilizamos el término en general, sin distinguir entre formas de adquisición de control o entre tipos de ese mismo control.

de control exclusivo derivado de una *minority shareholding*, la adquisición de control de manera involuntaria o la adquisición de control *de facto* sin plasmación jurídica. Todas estas situaciones merecen, *prima facie*, un acomodo idéntico a, por ejemplo, la fusión entre dos empresas para crear una nueva entidad o a una absorción completa. Sin embargo, el hecho de la *partial ownership*, con un contenido jurídico mayor ha tenido menor virtualidad, posiblemente debido a la distorsión en el análisis que procede de la necesidad de definir previamente control o las intenciones del adquirente.

En efecto, de manera muy gráfica, se ha venido diciendo:

"A non-controlling acquisition has no intrinsic threat to competition at all."

Aunque la evolución doctrinal, fundamentalmente procedente de la teoría económica²⁷ ha provocado que el problema sea abordado desde nuevas perspectivas:

"It should be noted that passive investment by a firm in a competitor, where there are only a few firms in the market, would cause industry prices to rise (and quantities to fall) even if there are firms in the industry that did not invest in a competitor."^{28 29 "}

Nuestro objetivo en este epígrafe puede descomponerse en dos tareas complementarias: la primera consistiría en formular y validar una hipótesis (del tipo: el análisis de los efectos sobre la competencia efectiva de determinados tipos de participación "no controlante" no puede fiarse a la fórmula que proporciona el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la UE ni a la solución que se recoge en el artículo 7 del Reglamento 1/2003). La segunda trataría de señalar qué características, objetivas y subjetivas, deberían tener determinados mercados para presumir válidamente que las adquisiciones por los operadores en ellos de participación social "no controlante" de competidores sí merecerían un análisis *ex ante* especulativo de sus efectos similar al que se lleva a cabo en una operación de concentración "normal"³⁰.

En esencia, solo adquirir el control en el plano jurídico lleva a la exigencia de que los agentes se sometan al sistema de control (con obligaciones recíprocas) de operaciones de concentración: así las empresas deben notificar y las autoridades evaluar en determinado plazo de acuerdo a un test legal que tiene un modo de implementación basado en evidencia económica o, al menos, necesitado de respuesta desde la doctrina económica: impedir significativamente la competencia efectiva.

Sin embargo, no adquirir control excluye jurídicamente el recurso al sistema de concentraciones y reduce el posible análisis de la *partial ownership* a la vía del artículo 101.1 o 102 del Tratado de Funcionamiento de la UE. Aunque el análisis competitivo de una concentración o la fijación colusoria de precios en el seno de un cártel esté basado en los mismos principios económicos, difieren decisivamente en su tratamiento legal. La propia Comisión reconoce el impacto estructural de estas participaciones. Y en efecto se entiende, siquiera intuitivamente, que

27 SALOP S., O'BRIEN D., "The competitive effects of partial equity interests and joint ventures", en *Antitrust Law Journal*, vol. 67, 2000, págs. 559 y ss.

28 GILO D., "The anticompetitive effect of passive investment", en *Michigan Law Review*, vol. 99:1, 2000.

29 La evolución de la doctrina económico-jurídica del problema es evidente. Ambas citas están separadas por 20 años de tiempo e innumerables tipos de situaciones distintas producidas en los mercados.

30 Racionalizar la necesidad de llevar a cabo un análisis *ex ante* de aquellas situaciones en las que exista participación "no controlante" con efectos en la competencia en los mercados y a las que el rígido y formal concepto de control desatiende, exige de antemano entender el contenido material de lo que significa, el tratamiento normativo que se le da y su presencia, al menos a título hipotético, como factor facilitador colusorio de carácter estructural.

no son solo acuerdos analizables bajo el citado artículo 101, pues tienen elementos que se examinan en otros casos bajo el esquema propio de una concentración horizontal (ciertas eficiencias, incremento de grados de dominancia, etc.). Tampoco son concentraciones, en el plano de lo jurídico al menos (y en el de la realidad de las cosas). Por último, no parece que sean operaciones inocuas para el equilibrio competitivo puesto que afectan al juego de los incentivos futuros de las partes en la operación y del resto de competidores³¹.

Creemos, como hemos venido diciendo, que la razón de base de este conflicto estriba en la inadecuación del concepto de control como elemento formal que permite apreciar la existencia de una concentración y la falta de atención a las circunstancias específicas de cada sector en cada proceso. Lo que enturbia la cuestión es la identificación de control en sentido jurídico con control en sentido económico, que puede llevar a considerar que solo el control tal y como se define en la norma produce efectos como los que se derivan de las concentraciones que son su resultado.

Dificultades en entender el significado del problema

Lo primero que debe señalarse es que el control y el interés puramente financiero pueden ser atributos separables—o graduables— respecto del concepto de propiedad y pueden tener distintos efectos sobre la competencia en el mercado³². Un concepto (el control) afecta a la posibilidad de tomar decisiones sobre el curso futuro de la sociedad participada. El otro, el interés financiero, afecta en teoría a un flujo de ingresos futuros, sobre los que tiene influencia el carácter subjetivo de quien los posee (sobre todo si participa en el mismo mercado relevante).

Este hecho viene a reconocer que la participación que no confiere control en otras empresas puede constituir un activo valioso por sí mismo; señala la existencia de un submercado de control corporativo (parcial) cuyo dinamismo estaría en correlación con la preeminencia de uno de los dos aspectos (voluntad de controlar parcialmente o voluntad de obtener ingresos financieros), puesto que ambos factores afectan, a su vez, los incentivos tanto de la adquirente como de aquella en la que se adquiere el interés parcial.

Para el Derecho de la Competencia el problema reside en cómo la *partial ownership* se traduce en control o influencia decisiva, actual o potencial, y qué traducción, a su vez, tiene dicha influencia en los términos de competencia efectiva de un mercado relevante dado. Para ello, se debe recorrer un camino de examen en el que se valoran tres cosas: participación / control e influencia / efectos. En qué sentido se recorra dicho camino afecta decisivamente a la definición del tema en sí; si nuestro acento se pone en los efectos, las formas participativas, su cuantificación y su acomodo en la norma importarán siempre menos que aquellos.

En Estados Unidos la adquisición del control se examina en cuanto a los efectos de la transacción. La Sección 7 de la Clayton Act contempla la adquisición de parte o del todo de una empresa cuando el efecto de dicha adquisición pudiera ser *substantially lessen competition*, aunque el análisis de las autoridades es

31 SALOP S., O'BRIEN D., "The competitive effects of partial equity interests..." cit., vol. 67, págs. 559 y ss.

32 Por ejemplo, las empresas conjuntas incorporan simultáneamente multitud de aspectos de interés puramente parcial y reglas de control entre las partícipes en ellas.

más matizado en cuanto a efectos cuando la adquisición lo es “*solely for investment*”. La excepción se refiere a la adquisición de capital “*solely for investment and not using the same by voting or otherwise to bring about, or in attempting to bring about, a substantial lessening of competition*”, y se aplica a la obligación de notificación bajo la HSR Act de adquisiciones inferiores al 10 % del capital. A modo de ejemplo, en el asunto *US vs. Manulife*, el DOJ no consideraba que había un “objeto de inversión” en este último caso por las siguientes razones: “*At the time it made those acquisitions in the spring of 2003, Manulife was considering a Manulife-John Hancock combination, and its intent was not ‘solely’ for the purpose of investment, as evidenced by several factors, including: (i) the companies were competitors who had previously discussed the possibility of combining in November 2002; (ii) Manulife’s CEO contacted John Hancock’s CEO regarding a possible business combination in April 2003; (iii) in early July 2003 the CEOs of both Manulife and John Hancock held preliminary conversations regarding a potential business combination, which led to an agreement by the companies to merge that was announced on September 28, 2003; and (iv) the statement by John Hancock’s CEO in a September 29, 2003 conference call with investors that the merger agreement with Manulife ‘was not a sudden engagement.’*”

La Hart Scott Rodino Act que desarrolla la sección 7 de la Clayton Act estableció los requisitos de *size of transaction* y *size of person* como desencadenantes del análisis de efectos de una operación de concentración, con excepciones, una de las cuales es el *passive investment of 10% or less of an issuer’s voting securities*, lo que se configura como una exención de facto para este tipo de participaciones³³. La normativa norteamericana se dirige a la constatación y evaluación de efectos pero ofrece una exención (intencional) con un *benchmark* cuantitativo³⁴. No solo la Clayton y la Hart Scott Rodino analizan el tema, sino que este se encuentra reflejado en el apartado 3.34(c) de las “*Antitrust Guidelines For Collaboration Among Competitors*” de abril de 2000. Esto implica que los problemas de las participaciones minoritarias tienen un tratamiento uniforme respecto a las clásicas concentraciones horizontales: la razón es obvia pues se reconoce que atendiendo a la estructura de la transacción, una adquisición parcial de capital puede reducir la competencia mediante la capacidad de la adquirente de incrementar precios o reducir *output* debido a la influencia que adquiere sobre la adquirida parcialmente o, la alteración de los incentivos de la adquirente para competir con la adquirida debido al interés económico en esta última. La resolución de estos problemas es similar: desinversiones o limitaciones de conducta.

El artículo 3 del Reglamento 139/2004 parte de un punto de vista distinto: entiende las concentraciones como una categoría propia en función de un requisito formal, la modificación con carácter duradero del control de una empresa, y las somete a una evaluación *ex ante* con carácter especulativo de sus efectos bajo un test legal referido a la obstaculización significativa de la competencia efectiva. La participación no de control no tiene cabida en este régimen, al menos inicialmente, excepto en la medida en que se preguntaba sobre ella (también con el límite inferior del 10 %) en el Formulario CO y en que, como hemos visto, a veces su desaparición o limitación se configura como remedio a un problema de competencia.

33 La exención no se satisfará en determinadas circunstancias, por ejemplo cuando pueda acceder el adquirente a información de carácter sensible o cuando se lleve a cabo con la intención de adquirir en el futuro influencia decisiva o control completo. Desde nuestro punto de vista, es muy compleja la determinación probabilística de cuánta influencia pudiera tener en el futuro el adquirente de una participación que no confiera control en el presente.

34 Los casos más relevantes en EEUU en los últimos años son la adquisición por parte de Gillette del 22,95 % del capital sin derecho a voto de Wilkinson y de un 13,6 % de su deuda o la operación de fusión Time Warner-Turner Broadcasting, que le permitió a TCI, competidor de Time Warner en distribución de contenidos televisivos por cable la posesión de un 9 % de esta.

El Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas ya señaló en Philip Morris³⁵ que las adquisiciones que no confieran control caerán bajo el ámbito del análisis propio del artículo 81 [actual 101] –o del artículo 82 [actual 102] en su caso– en teoría aunque los vínculos accionariales se produzcan entre no competidores. Y este principio es el que sigue la Comisión.

Otros asuntos en los que se ha analizado la *partial ownership* como refuerzo de un acuerdo restrictivo son *Mécaniver/PPG*, *AMB/Fondaria*, *BP/Ruhrigas* (en la que se autoriza un 25 % de participación sujeta a ciertas reglas de no influencia) y *BT/MCI*, *Olivetti/Digital*. En otros asuntos se ha analizado la figura de la *partial ownership* en función de sus efectos sobre la posición de dominio como, por ejemplo, en *Pilkington/BSN*, *Gencor/Lonrho*; así como en el análisis de determinadas *joint ventures* como *Schibsted/Telenor/Telia*; *CLIF/Marine* o *Deutsche Post/DHL*. La Comisión ha analizado el problema, más recientemente, en el asunto *Schneider/Legrand*.

35 Asuntos acumulados C-142 y 156/84.

36 Quizá el verdadero problema del modelo de análisis es que suele centrarse en los incentivos de la adquirida y no de la adquirente, mucho más significativos a la hora de determinar efectos en el mercado.

37 La Comisión Europea incluyó el problema del *minority shareholding* en la consulta pública sobre el Green Paper de reforma del control de concentraciones comunitario.

38 Si la *partial ownership* tiene efectos sobre el comportamiento (conductas) en el mercado al menos en el plano de los incentivos sobre aspectos como el precio, también puede evaluarse el contenido estructural de esa conducta desde un punto de vista especulativo, aunque ello se haga a costa de la quiebra en la consideración de la adquisición de control como único elemento que provoca el análisis *ex ante* y necesidad de atender a otros hechos desencadenantes que recojan la verdadera riqueza de situaciones que se producen en sectores industriales o de servicios.

El problema que se analiza bajo ambas normativas es el mismo y, sin embargo, puede tener un tratamiento diferente. Claramente, el problema no se refiere al examen de la superación de un umbral cuantitativo y en este caso ambas normativas reconocen la imposibilidad de tal formulación aún cuando se establezcan reglas de excepción del estilo "por debajo de X" que luego se restringen en el caso concreto.

La formulación cuantitativa de cuándo existe o no control no es racional incluso si se admite que una autoridad está legitimada para disponer de forma eficiente de sus recursos. Ocurre que la preocupación se centre en un porcentaje u otro de control adquirido, semeja el problema que formulaba en sus paradojas Zenón de Elea en el siglo V a.C. sobre la dicotomía y negación del movimiento, y la de Aquiles y la tortuga. Un porcentaje de un competidor puede significar cosas distintas en función de las circunstancias y los efectos deben analizarse de igual modo. La formulación cuantitativa, si se extiende, podría llegar a negar, por sí misma, la existencia de efectos de la participación.

El error en nuestra opinión es el estudio de la forma de adquisición para determinar si se da una obligación de notificación derivada de ello: incluso si se aceptara, por conveniencia práctica, el mantenimiento de un sistema basado en que debe haber adquisición de control para que haya examen como si fuera una concentración, en determinados casos el examen de los efectos debe llevarse a su última *ratio* y enmarcarse dentro del modelo de examen propio de las operaciones de concentración normales. Esos casos al menos no deberían tratarse como un problema del artículo 101.1 o 102.

La razón es que cualquier interés contenido en una operación de *partial ownership* afecta a los incentivos de precio del adquirente³⁶ (debe maximizar sus beneficios y el beneficio del porcentaje X de que disponga en la otra empresa) y, por ende, al comportamiento de la firma adquirida. Creemos posible y necesario objetivar esos incentivos respecto a determinados casos.

Dificultades a la hora de solucionar el verdadero problema

Como antes señalábamos, en el régimen comunitario europeo de competencia se remiten los casos de *partial ownership* al análisis bajo el artículo 101.1 y, con menor frecuencia, al examen bajo las condiciones del artículo 102. Es decir, se consideran conductas que vienen a reforzar la posible existencia de un acuerdo restrictivo o el posible abuso de una posición de dominio en el mercado relevante³⁷.

La remisión en bloque de estas situaciones provoca más problemas de los que soluciona puesto que es, materialmente, inadecuada bajo una doble perspectiva: (i) la incapacidad de los elementos de análisis de dichos artículos para dar una respuesta eficaz a los problemas que la institución provoca (las llamamos razones endógenas) y (ii) la existencia de elementos de estructura en determinados sectores industriales que influyen en que los efectos de una situación de *partial ownership* sean, bien previsibles, bien objetivamente analizables bajo un marco más parecido al de las operaciones de concentración (razones exógenas)³⁸.

Respecto de los factores exógenos, en primer lugar, la bondad de la remisión vendría a estar correlacionada, fundamentalmente, con la naturaleza de la competencia en el mercado en cuestión y con el tipo de empresa (adquirente y adquirida). Las situaciones de *partial ownership* pueden considerarse factores facilitadores estructurales y de conducta para determinar el resultado colusorio en un mercado³⁹. En efecto: mejoran los elementos de coordinación, operan como instrumento de intercambio informativo, sirven al fin de monitorizar la conducta de los competidores, mejoran la transparencia o predecibilidad de resultados futuros, entre otros aspectos.

Mejoran, por tanto, las condiciones para la existencia de colusión tanto tácita como explícita. La diferencia entre ambas formas de alcanzar resultados colusorios, como sabemos, reside en la existencia de coordinación (interna o a través de mercado)⁴⁰. Cuando una empresa participa en otra, sus ingresos vienen determinados por el beneficio propio del mercado y los retornos financieros de su inversión, lo que hace automática la coordinación, al menos parcial.

De igual modo, si bien la colusión tácita no constituye un resultado necesario de la interacción estratégica en mercados oligopolísticos sino que depende del plazo al que se compita⁴¹, la solución que se deriva de esta situación es mucho más estable en sentido de idoneidad para sostener una solución colusoria de este tipo, los acuerdos son más creíbles y los incentivos a violentarlos más reducidos; todo ello debido, entre otros factores, a que hace más comunes o simétricos los intereses de las empresas y a que la violación del acuerdo tácito es más complicada fundamentalmente para la empresa adquirida en este contexto⁴².

Los supuestos específicos en los que las características estructurales o de conducta exigirían un análisis *ex ante* bajo los elementos formales propios de las operaciones de concentración pueden extenderse a los siguientes casos:

39 La colusión, en sentido económico es un resultado de la interacción en el mercado (los precios son mayores de lo que deberían ser y semeja la situación que se deriva de un monopolio). Para un jurista es, sin embargo, un tipo de conducta.

40 La adquisición de *partial ownership* es una fórmula de coordinación a través del mercado. La doctrina económica ha elaborado instrumentos para cuantificar los efectos competitivos de los intereses parciales: el *price pressure index* (PPI), o el *modified HHI* (Salop & Bresnahan).

41 Los acuerdos colusorios no serían sostenibles cuando el mercado opera bajo un horizonte temporal limitado (la competencia generalizada en estos mercados es un equilibrio de Nash). En contextos más realistas (juegos repetidos con horizonte ilimitado), el resultado es que cuando los mercados operan de forma repetida la colusión sí es posible (no necesaria).

42 Influye en el incremento de la transparencia en términos como el *price setting* y los intercambios informativos. Es decir, hace más observable la conducta del competidor.

- en función del grado de cercanía de las empresas (adquirente y adquirida)⁴³;
- en función del grado de concentración preexistente del sector o la declaración previa de existencia de dominancia conjunta;
- en función del efecto previsible de la adquisición sobre las perspectivas de los accionistas minoritarios;
- en función de los elementos esenciales de conducta en los mercados: por ejemplo, siempre que se produzca en *bidding markets*;
- en supuestos de compañías sin control previo o con *shifting shareholders* o un alto número de participantes;
- en función de la historia de adquisiciones previa. Por ejemplo, toda segunda participación en diferentes empresas de un mismo sector, independientemente de las características subjetivas del adquirente⁴⁴;
- en todo caso en que se produzca la adjudicación a un tercero de la posición en un competidor (a raíz de una desinversión por ejemplo) y el tercero sea un competidor, aunque no esté presente en el mercado geográfico; o
- en operaciones de carácter vertical que incorporen alguno de los elementos señalados antes o siempre que los grados de concentración o dominancia conjunta en dichos segmentos sean mayores que en el plano horizontal.

43 Si las ventas perdidas por la adquirente se desplazan hacia la adquirida, entonces a la adquirente siempre le interesará subir precios, independientemente de lo que haga la adquirida.

44 Casos de adquisiciones por parte de sociedades de *private equity* y de capital riesgo.