

Típo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Derecho y Economía

Participaciones cruzadas minoritarias entre competidores y la nueva ley de defensa de la competencia n° 27.442

Autoría: Oribe, Diego Martín

Año de defensa de la tesis: 2020

¿Cómo citar este trabajo?

Oribe, D. (2020) "Participaciones cruzadas minoritarias entre competidores y la nueva ley de defensa de la competencia n° 27.442". [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella <https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12003>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)

Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

ESCUELA DE DERECHO

MAESTRÍA EN DERECHO Y ECONOMÍA

**PARTICIPACIONES CRUZADAS MINORITARIAS
ENTRE COMPETIDORES Y LA NUEVA LEY DE
DEFENSA DE LA COMPETENCIA N° 27.442**

ORIBE, DIEGO MARTÍN

LEGAJO: 18A2497

TUTOR: EDUARDO STORDEUR (H)

CIUDAD DE BUENOS AIRES (2020)

Tabla de contenido

1.	Introducción. Las participaciones cruzadas minoritarias entre competidores.	4
2.	¿De qué hablamos cuando decimos “participaciones minoritarias”?	9
2.1.	Definición. Participaciones activas y pasivas. Directa e indirectas. Unilaterales y cruzadas.	9
2.2.	Eficiencias derivadas de las participaciones minoritarias pasivas en un competidor.	12
3.	Efectos.	15
3.1.	Efectos Unilaterales.	16
3.1.1.	En PMC pasivas.	17
3.1.2.	En PMC activas	21
3.2.	Efectos Coordinados.	24
3.2.1.	En PMC pasivas.	24
3.2.2.	En PMC activas	31
3.3.	Evaluación de las participaciones minoritarias: PPI y HHI modificado.	31
4.	Su tratamiento normativo en las jurisdicciones comparadas.	33
4.1.	Estados Unidos de América.	33
4.2.	Unión Europea.	35
4.2.1.	Aplicación del artículo 101 TFUE.	36
4.2.2.	Aplicación del artículo 102 TFUE.	39
4.2.3.	Análisis de participaciones minoritarias preexistentes en expedientes de control de concentraciones.	40
4.3.	Reino Unido.	42
4.4.	Japón.	44
4.5.	Canadá.	44
4.6.	República Federal de Alemania.	44
4.7.	República de Chile.	45

4.8.	República Federativa de Brasil.	46
5.	Jurisprudencia internacional.	46
5.1.	Estados Unidos de América.	46
5.2.	Unión Europea.	51
6.	Participaciones cruzadas en la República Argentina.	61
6.1.	El concepto de control.	61
6.1.1.	Definición de toma de control. Que se debe notificar. Cuando hay cambio de control.	61
6.1.2.	El control conjunto y el control negativo. La influencia sustancial y la influencia determinante.	66
6.1.2.1.	El control conjunto.	66
6.1.2.2.	El control negativo. Los derechos de veto.	68
6.1.2.3.	La influencia sustancial y determinante. Comparación con la influencia dominante que prevé la Ley de Sociedades Comerciales.	73
6.1.3.	La teoría de variabilidad de las coaliciones o el control difuso.	78
6.2.	La Ley N° 27.442.	81
6.2.1.	Aplicación del sistema de notificación previa de operaciones de concentraciones económicas.	81
6.2.2.	Aplicación del artículo 1° de la LDC.	84
6.3.	Jurisprudencia.	86
7.	Conclusiones.	92
8.	Bibliografía.	97
8.1.	Doctrina.	97
8.2.	Jurisprudencia.	100
8.3.	Normativa.	107

1. Introducción. Las participaciones¹ cruzadas minoritarias entre competidores.

El punta pie inicial que motiva este trabajo es la siguiente pregunta: ¿Debería prohibirse, notificarse en forma previa o no controlarse la adquisición de participaciones cruzadas minoritarias entre empresas competidoras en la República Argentina?

La literatura económica y jurídica que analiza el tema es proclive a asumir que la tenencia de participaciones cruzadas minoritarias entre competidores resulta en un perjuicio para la competencia. Existen evidencias desde la teoría y desde la práctica que muestran que dicha conducta puede generar efectos nocivos tanto unilaterales como coordinados. Sin embargo, persiste a nivel global la duda de cómo tratar este asunto.

El principio general de los mercados competitivos exige que los participantes sean libres e independientes entre ellos para tomar sus decisiones². Parece que la posibilidad de que existan agentes que participen societariamente a través de tenencias minoritarias en compañías que compiten entre sí en uno o más mercados o que tienen relación con éstas en uno o más mercados, altera esta ecuación fundamental, socavando la independencia de decisión o al menos poniendo dudas sobre la misma.

Desde el punto de vista del derecho de la competencia debemos en primer lugar entender de qué hablamos cuando decimos participaciones minoritarias. Según la OECD³ dicho vocablo está reservado para los casos en que exista una tenencia de participaciones sobre la sociedad objeto inferior al 50%. Dicha definición, sin embargo, no alude a la existencia o ausencia de control que se pudiera tener con dichas tenencias. En este último sentido, se diferencian dos tipos de participaciones minoritarias: las activas y las pasivas. En las primeras la tenencia otorga algún grado de control o influencia sustancial sobre el objeto⁴, en las segundas no⁵.

La diferencia entre una y otra circunstancia no es menor, pues usualmente la tenencia minoritaria activa dispara en muchas jurisdicciones la obligación de notificar la operación

¹ A los fines del presente trabajo se utilizarán como sinónimos las palabras “participaciones” y “tenencias”.

² OECD, *Minority Shareholdings* (2008), p.19.

³ OECD, *ob. cit.*, p. 20.

⁴ Como ser, permite el nombramiento de directores, el acceso a información sensiblemente competitiva, o incluso, más directamente otorga el control negativo a través del ejercicio del poder de veto, o la elección de la mayoría de los miembros del directorio, o bien la mayoría de facto en las asambleas o reuniones del directorio por dispersión de la representación de las demás minorías, o bien a través del ejercicio del control conjunto con otras minorías, ya sea porque tengan algún tipo de convenio de accionistas entre ellos o bien porque de hecho se alíen en cada decisión para resolver y votar en forma conjunta.

⁵ Se consideran puramente financieras.

en cuestión en forma previa a su perfeccionamiento⁶, mientras que la adquisición de una participación minoritaria pasiva queda fuera del alcance de tal obligación.

Ahora bien, las tenencias minoritarias entre empresas competidoras parecen ser un fenómeno que se repite frecuentemente en las economías occidentales⁷. La razón puede encontrarse en diversos beneficios que dichas operaciones alegan. Gilo (2000) encuentra tres posibles eficiencias producto de estas operaciones, a saber: mayor información que posee el inversor competidor sobre el mercado de la empresa objeto; mayor información que puede obtener de los proveedores de ambos (la empresa que controla el inversor y la que tienen las participaciones minoritarias); y mejora en la distribución de la producción entre las empresas en cuestión⁸. La OECD reconoce además la posibilidad de que estas adquisiciones permitan la diversificación de los costos y riesgos del inversor, el acceso a nuevas tecnologías o prácticas gerenciales innovadoras, el fortalecimiento de las relaciones comerciales entre empresas, el acceso a nuevos mercados, la posibilidad de solventar acciones de desarrollo e investigación basada en actividades conjuntas⁹. Desde luego que dichos posibles beneficios deben matizarse con el potencial efecto contrario a la competencia que tales acciones pueden generar en los mercados. Todo lo anterior debe ser entendido a la luz de nuestra normas constitucionales que disponen por principio de clausura que todo aquello que no está prohibido, queda permitido, y que el derecho a comerciar y ejercer toda industria lícita resulta basamento fundamental para el desarrollo de nuestra -y de cualquier- economía de mercado.

La particularidad de que estas conductas¹⁰ generen efectos pro y contra competitivos obliga a estudiar el tema en profundidad, y en particular nos acerca a la pregunta que motiva este trabajo. ¿Cuál será entonces la mejor forma de enfrentar este tema?

Existen así dos grandes efectos negativos producto de la participación minoritaria cruzada entre competidores. Efectos unilaterales y efectos horizontales (coordinados)¹¹.

⁶ Tal es lo que pasa en nuestra normativa donde el Artículo 9 en sus incisos c) y d) habla del otorgamiento de “influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una empresa” o bien la “adquisición de influencia sustancial en la estrategia competitiva de una empresa”.

⁷ Microsoft tiene por ejemplo acciones sin voto de Apple, Inc. (Gilo, *The Anticompetitive Effect of Passive Investment*, 2000), y en nuestro país Cablevisión S.A. y Multicanal S.A. adquirieron participaciones cruzadas minoritarias previo a su fusión en el año 2007. Varios ejemplos a nivel internacional están descritos en las notas al pie 2 y 3 de Gilo y Ezrachi, *EC Competition Law and the Regulation of Passive Investments Among Competitors*, (2006) y particularmente en Pini, *Passive-Aggressive Investments: Minority Shareholdings and Competition Law* (2012), p.577-581.

⁸ Gilo (2000), ob. cit., p.42-44.

⁹ OECD, ob. cit., p.22.

¹⁰ Las de adquirir o tener las participaciones en las empresas de los competidores.

¹¹ Ver en tal sentido, Reynolds and Snapp, *The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures* (1986); O'Brien and Salop, *Competitive effects of partial ownership: Financial Interest and*

Los primeros actúan sobre los pagos¹² de las empresas. En palabras de Gilo (2006), p.1637, *“la firma adquirente tiene un incentivo a competir menos agresivamente desde que internaliza una porción de la ganancia de su rival a través de la inversión. Esta intuición básica se traduce directamente en un efecto anticompetitivo unilateral...”*¹³.

Los segundos actúan sobre los incentivos a coludir, y las desviaciones sobre la colusión y castigos ante tal situación.

Reynolds y Snapp¹⁴ y Farrell y Shapiro¹⁵ fueron los primeros que estudiaron el tema, mostrando que, en el contexto de un oligopolio a la Cournot en un único período de tiempo, los efectos de las tenencias minoritarias entre competidores son una función decreciente de la extensión en que las firmas están linkeadas mediante sus participaciones minoritarias. Cuanto mayores son los niveles de tenencia entre las firmas competidoras, mayores son los incentivos de las firmas a bajar sus egresos dado los egresos de las firmas competidoras. El mercado se vuelve así, aún sin una cooperación explícita, menos competitivo. El resultado cae hacia el monopolio y los niveles de las ganancias de las firmas suben¹⁶. Este modelo, sin embargo, se fundamenta en dos premisas: que haya dificultad de entrada a los mercados¹⁷ y que las empresas tengan poder de mercado. Dicho equilibrio incluso no cambia mucho cuando las firmas que comparten las tenencias minoritarias son pocas y chicas, pero sí se incrementa cuando todas las empresas del oligopolio participan unas de otras.

Ahora bien, inicialmente los economistas se han manifestado escépticos a la posibilidad de medir la magnitud de los efectos unilaterales que las tenencias minoritarias pueden traer mediante las herramientas que usualmente se utilizan para las adquisiciones de control completo. Así lo dijeron hace tiempo Areeda y Turner (1980)¹⁸. Sin embargo, ha habido intentos de diversos economistas de demostrar que sí se pueden adaptar las metodologías existentes y aplicarlos a los casos de tenencias minoritarias. En ese sentido,

corporate control (2000); Gilo, ob. cit. (1999-2000); O'Brien and Salop, Competitive effects of passive minority equity interest: Reply (2001); y Pini, ob. cit. (2012).

¹² En el sentido de beneficios que obtienen producto de su tenencia accionaria en la compañía sumado a su propia actividad comercial en el mercado en cuestión.

¹³ Gilo (2006), ob. cit., traducción propia.

¹⁴ Reynolds, R. J. y Snapp, B. R., (1986), ob. cit., vol., 4, p. 141-153.

¹⁵ Farrell, J. y Shapiro, Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis (1990).

¹⁶ En OECD, ob. cit., p.26 se puede encontrar un ejemplo numérico que demuestra sencillamente lo indicado.

¹⁷ Porque que la entrada es sencilla, las firmas que entran atraídas por las ganancias del mercado pueden compensar la baja de producción causada por la disminución en la competencia y neutralizar el efecto a subir los precios de las incumbentes.

¹⁸ Areeda P. y Turner D.F., Antitrust Law. An Analysis of Antitrust Principles and their Application (1978).

los primeros en desarrollar un modelo de este tipo, fueron Bresnahan y Salop (1986)¹⁹, con la modificación del Índice Herfindahl-Hirschman o MHHI. Posteriormente, O'Brien y Salop (2000) y O'Brien y Salop (2001), basados en el índice desarrollado por Shapiro (1996)²⁰, aplicaron el Índice de Presión Alcista de Precios (IPP por sus siglas en inglés) para medir los efectos unilaterales de las adquisiciones minoritarias.

El otro potencial efecto negativo sobre la competencia, es como dije antes, la posibilidad de incentivar conductas que favorezcan la colusión, ya sea expresa o tácita. Para que ello suceda, sin embargo, diversos autores afirman que la tenencia cruzada debe conjugarse con al menos los siguientes otros elementos: a) condiciones del mercado lo suficientemente transparentes como para que permita el monitoreo del cartel y de la adopción de la conducta de los competidores que participan; b) las consecuencias por el incumplimiento del cartel deben ser aplicables y eficientes para lograr que las partes no se alejen de su cumplimiento; y c) debe ser posible predecir las reacciones de los consumidores y de los potenciales y futuros competidores de manera tal que no impidan la existencia y determinación de una conducta cartelizada²¹. Pero además existen otros factores que pueden alterar o influir sobre la posibilidad de la existencia de un cartel, tales como: la estructura del mercado y el nivel de concentración, el grado de transparencia de las condiciones del mercado, la dificultad de entrada y salida, la fuerza de la competencia residual, el poder de compra, la estabilidad de las condiciones de mercado, el grado de simetría entre los participantes y la posibilidad de actuar repetidamente entre las firmas integrantes²².

Salvo alguna voz en contrario²³ la mayoría de los autores consideran que existe un potencial efecto negativo en términos de colusión proveniente de la participación

¹⁹ Bresnahan T. F. y Salop S. C., *Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures*, en *International Industrial Organization*, (1986), p. 155.

²⁰ Shapiro, C., *Mergers with Differentiated Products* (1996).

²¹ Reynolds y Snapp, ob. cit. (1986); Gilo, ob. cit. (2000); Gilo, Moshe, Spiegel, *Partial Cross Ownership and Tacit Collusion*, *RAND Journal of Economics*, Forthcoming (2005); Pini, ob. cit. (2012), OECD, ob. cit. (2008).

²² OECD (2008), ob. cit., p.29.

²³ En este sentido es interesante el trabajo de Malueg, *Collusive Behaviour and Partial Ownership of Rivals*, en *International Journal of Industrial Organization* (1992), vol. 10, p. 27. Allí, el autor dice que para determinados niveles de inversiones pasivas, un incremento de éstas puede incluso dificultar la colusión. Esta idea se basa en la premisa de la ambigüedad de resultados basado en dos efectos contrapuestos que surgen de la tenencia minoritaria. Por un lado, en un oligopolio a lo Cournot, las participaciones minoritarias permite a las firmas internalizar parte de las pérdidas que infligen a sus rivales cuando se desvían del acuerdo, reduciendo así sus incentivos a desviarse; en sentido opuesto, suavizan la competencia lo que puede generar un incentivo a romper el acuerdo colusivo, y que, a su vez, pueden fortalecer los incentivos de las firmas a desviarse del mismo. El efecto neto entre estas dos fuerzas depende según este autor de muchos factores, principalmente del nivel de participación minoritaria cruzada.

minoritaria en empresas competidoras a través de dos efectos concretos: a) aumenta la transparencia y b) afecta negativamente los intereses de las firmas a competir individualmente²⁴.

Ahora bien, esto nos lleva a los potenciales remedios que deberían o podrían adoptarse para evitar o suavizar los efectos no deseados para la competencia de las participaciones minoritarias entre competidores, e, indefectiblemente, al inicio de la pregunta que origina este trabajo: ¿es mejor prohibirlas como conductas per se? O ¿es conveniente regularlas como conductas bajo la regla de la razón? En este último caso, ¿de manera previa a través de un control de concentraciones similar al que es usado para las notificaciones que implican el cambio de control de una empresa? O ¿en forma de conductas ex post?

Como adelanto de la conclusión final que esta tesis propone a las preguntas indicadas, advierto que en la República Argentina un problema similar al que aquí nos ocupa, el de los directores cruzados o *interlocking directorates*, fue expresamente resuelto en la Ley N° 27.442 como una prohibición sujeta a la regla de la razón. Así dice el Artículo 1, inciso l) que constituye una práctica restrictiva de la competencia en la medida que tenga por efecto u objeto, limitar, falsear, restringir o distorsionar la competencia o el acceso a los mercados de modo que pueda resultar un perjuicio al interés económico general la conducta de “...una persona humana de participar en forma simultánea en cargos ejecutivos relevantes o de director en dos o más empresas competidoras entre sí”. Desde luego que esto trae el problema posterior de probar la existencia de potenciales efectos nocivos, algo que –como dije anteriormente- no está del todo garantizado en la doctrina y jurisprudencia que puede leerse sobre este tema en el mundo.

Desde el otro extremo, las participaciones cruzadas minoritarias que impliquen la influencia sustancial en la estrategia competitiva de una empresa²⁵ o que le otorguen a su adquirente la influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una empresa²⁶ resultan pasibles de notificación obligatoria y previa, de acuerdo a lo que dispone el Artículo 9° de la norma citada. Queda en este último caso analizar con qué herramientas se analizará el potencial efecto sobre los mercados involucrados, conforme los criterios antes enunciados sobre aplicación del MHHI o el PPI.

²⁴ Efecto unilateral, como se vio más arriba.

²⁵ Conf. Art. 7, inciso e) de la Ley N° 27.442.

²⁶ Conf. Art. 7, inciso d) de la Ley N° 27.442.

En el centro, el desafío a lo largo de estas páginas que siguen es avanzar sobre qué hacer y cómo lidiar en nuestro país con los casos de participaciones minoritarias no controlantes²⁷ entre competidores.

2. ¿De qué hablamos cuando decimos “participaciones minoritarias”?

2.1. Definición. Participaciones activas y pasivas. Directa e indirectas. Unilaterales y cruzadas.

El término de “participaciones²⁸ minoritarias” refiere para la OCDE²⁹ la situación donde alguien es propietario o tenedor de menos del 50% de las participaciones societarias de una sociedad o del derecho a los votos de la misma. Este concepto no implica, sin embargo, que el titular goce del poder de controlar la sociedad (objeto).

Es que mientras normalmente en una sociedad la tenencia de menos de la mitad de su capital social no otorga el derecho para dirigir la política comercial y el destino de la empresa, existen ciertas circunstancias donde sí sucede ello. Son los casos de control individual, negativo o conjunto³⁰.

Puede que existan situaciones donde dichas tenencias otorguen la facultad por sí sola de determinar la estrategia competitiva o comercial de la empresa, tal como elegir la mayoría de los miembros del directorio o de la junta de control o la designación de cargos estratégicos para tal situación como el Gerente General o Comercial, o incluso, otorgar de hecho el poder de definir y lograr la mayoría de los votos en las reuniones de accionistas o de directorio, pues, por ejemplo el resto de las tenencias están lo suficientemente dispersas como para asegurar que con esas participaciones las decisiones terminen -en la realidad del día a día- tomándose por esas minorías. En este caso hablamos de un control individual³¹.

Puede suceder, a su vez, que las participaciones minoritarias si bien no permiten el ejercicio individual del control, otorgan –a través de los acuerdo de accionistas o de sindicación de acciones, o incluso conforme lo determinen los propios estatutos de las compañías objeto- el derecho a vetar decisiones estratégicas comerciales o que hacen al giro ordinario de los negocios. En ese caso hablamos de un control negativo, pues si bien

²⁷ O pasivas, conforme descripto más arriba.

²⁸ Como se aclaró en forma previa a los fines de este trabajo se utilizará de manera indistinta al vocablo “tenencias” o “participaciones” como sinónimos.

²⁹ OECD (2008), ob. cit., p.20 a 23.

³⁰ Más adelante en el punto 6.1. de este trabajo volveré en detalle sobre esto.

³¹ O unilateral o por sí solo.

no puede ejercerse por sí solo permite impedir que otro lo ejerza resultando una pieza fundamental para el desarrollo de la compañía objeto permitiendo con su bloqueo determinar la suerte y destino de la misma.

Luego existirá otra situación donde el control puede ejercerse de manera conjunta entre dos o más tenedores. Ello puede suceder en dos situaciones: a) que el estatuto o los acuerdo de accionistas que pudieran existir entre los tenedores de participaciones de una sociedad objeto exijan que dos o más tenedores minoritarios tomen las decisiones que hacen al giro ordinario de la empresa (o determinen su estrategia comercial y/o competitiva); b) que aún en ausencia de derechos específicos, de hecho, dos o más accionistas o tenedores minoritarios sean quienes tomen las decisiones mencionadas respecto de una empresa objeto.

Estos últimos supuestos son los conocidos como tenencias minoritarias activas, pues permiten de alguna forma que sus tenedores tengan el control de hecho o derecho de la compañía o influyan en las decisiones competitivas. Las agencias de todo el mundo las colocan en un pie de igual unas con la adquisición total de las participaciones de una empresa y, en todos los casos, disparan la obligación de notificación previa para determinar el control estadual sobre dichos actos de forma anterior a su ejecución o sus efectos³². El hecho de que una tenencia minoritaria permita otorgar el control de o la influencia sustancial sobre la empresa en cuestión, o bien que no lo haga, es una cuestión de hecho, que se analiza caso por caso.

Existen también tenencias minoritarias que no otorgan la posibilidad de influir en el *management* de la compañía, hablamos de las participaciones pasivas. También conocidas como “participaciones de inversión” o “tenencias de protección de la inversión”, representan una mera actividad financiera de sus tenedores que, si bien suelen tener la posibilidad de nombrar algún miembro en el directorio o juntas de control, jamás pueden influir en la toma de decisiones estratégicas y/o competitivas de la objeto, pues si así lo hacen hablaríamos de tenencias activas. En estos casos las agencias de competencia de todo el mundo las tratan de manera disímil, pues en la mayoría de ellas no dispara la

³² Algunos autores como Pini (2011) refieren a las tenencias minoritarias activas como aquellas que, aunque no otorgan el control de la compañía en cuestión, permiten ejercer cierta influencia en la toma de decisiones, así como acceder a cierta información competitivamente sensible; por oposición a las tenencias minoritarias pasivas que son puramente financieras y no permitirían ni siquiera nombrar un director para defender sus derechos como inversionistas. Ver Pini (2011), ob. cit., pags. 575 y 576. No es esta la definición de tenencias minoritarias activas que se utiliza en este trabajo.

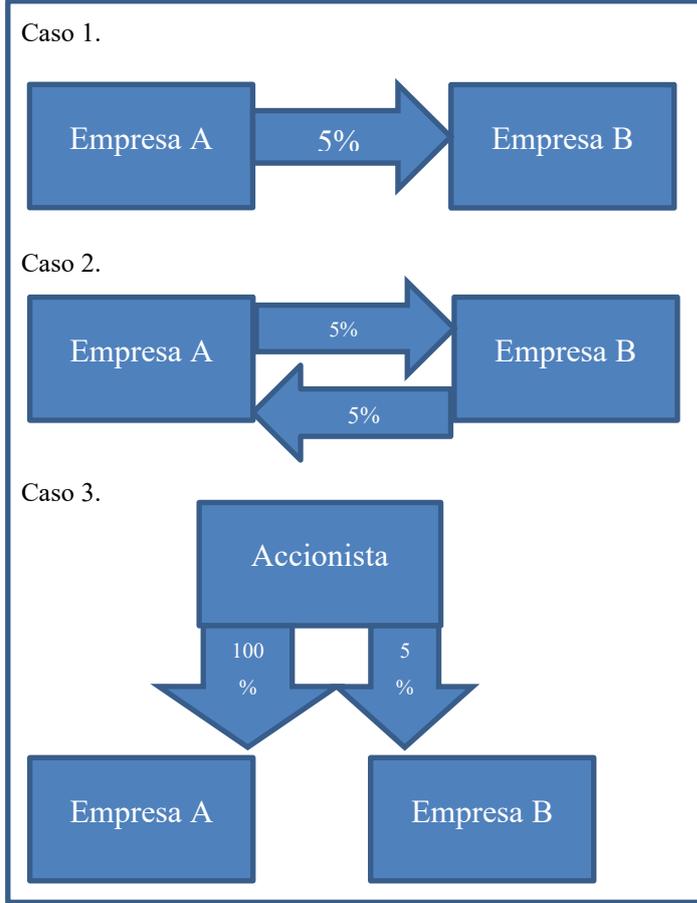
obligación de notificar las operaciones en forma previa, ni siquiera cuando la adquisición se da entre competidores directos de uno o más mercados³³.

En esta línea de ideas se puede reconocer en el Cuadro 1 al menos tres formas básicas de participación minoritaria:

- Caso 1, donde la Empresa A tiene un participación minoritaria sobre la Empresa B.
- Caso 2, donde las Empresa A y B tienen participación minoritaria cruzada la una con la otra.
- Caso 3, donde el accionista tiene control exclusivo sobre la Empresa A y tiene participación minoritaria sobre la Empresa B.

³³ En el punto 4 de este trabajo trataré el tema con más detalle.

Cuadro 1. Casos de tenencias minoritarias.



La participación es directa cuando la empresa adquirente tiene las participaciones en la empresa objeto sin intermediarios. Es el Caso 1 del ejemplo en el Cuadro 1. Es indirecta cuando la tenencia en la compañía objeto se sucede a través de una participación en otra empresa.

Será de un solo lado, para el supuesto en que solo la empresa adquirente tenga participación en la objeto (Caso 2 del Cuadro 1), mientras será bilateral, multilateral o cruzada cuando la empresa adquirente tiene participación minoritaria en la objeto y la objeto tiene, a su vez, una participación minoritaria en la adquirente (Caso 2 del Cuadro 1).

2.2.Eficiencias derivadas de las participaciones minoritarias pasivas en un competidor.

Existen diversos argumentos a favor de la existencia de estas tenencias minoritarias pasivas en un competidor. Las razones que justifican la existencia de participaciones de una empresa en la propiedad de otra u otras empresas que operan en el mismo mercado

son las mismas que justifican las fusiones: las reducciones de costos, la diversificación de riesgos, o simplemente la mejora de la reputación o de la credibilidad³⁴.

El principal argumento a favor, suele ser así la diversificación del riesgo de accionista inversionista, aunque -como bien dice Gilo (2000)- las eficiencias y sinergias que usualmente se esgrimen a favor de las operaciones de concentración económicas entre dos o más agentes independientes no se pueden utilizar en forma completa con este otro tipo de operaciones. De ahí que –en principio- estas operaciones serían más reprochables aún que las otras, aun cuando se supone que el efecto anticompetitivo que pueden ocasionar es menor.

Más allá de ello, se observan como potenciales efectos positivos que:

- a) Permite la diversificación de la inversión minimizando los riesgos derivados de tener una cartera concentrada de activos. Se supone que el inversionista competidor tiene mayor información sobre el mercado en cuestión pues opera en él de manera diaria. La inversión de capital de la empresa competidora a través de su adquisición de tenencias minoritarias lo posiciona en una situación favorable respecto de otros tipos de inversiones en el mercado de capital que éste inversor pueda realizar. Esto supone claro está que: 1) El inversor no pueda obtener un beneficio similar o mejor invirtiendo en otro mercado o en su propia empresa, y 2) Le resulta más rentable invertir en otra empresa que en la propia, dado que el conocimiento e información sobre el mercado es la misma para cualquiera de las dos inversiones que desee hacer.
- b) Evita los problemas de oportunismo e información incompleta en las relaciones contractuales. En este caso se debe asumir que además de competidores, el inversionista tiene una relación contractual previa con la objeto, ya sea porque es proveedor o comprador de algún insumo que ambas empresas utilizan. Es decir, supone que además de una relación horizontal, el inversor tiene una relación vertical con la empresa objeto. Esto sucede -dice Gilo (2000)- en situaciones donde se licencia una tecnología. Pues en esos casos el licenciante tiene dificultades de apropiarse de los beneficios de la innovación tecnológica que licencia. Las tenencias minoritarias podrían ser de utilidad en ese caso pero solo si la tenencia adquirida es obtenida en forma gratuita o a un muy bajo precio, porque si el precio de adquisición de la tenencia iguala la ganancia esperada que

³⁴ Moreno, D. Relaciones de Propiedad Cruzadas en Mercados Oligopolísticos (1999), pag. 2.

la acción brinda, la inversión a través de esa tenencia minoritaria no resulta apropiada para garantizar el retorno por la innovación tecnológica introducida por el licenciante y no recuperada con la licencia. De cualquier manera, lo que el licenciante recibe a través de su inversión en el mercado de licencias, lo tiene que pagar ex ante cuando paga la tenencia. De ahí que solo cumple el objetivo de ser una verdadera eficiencia si la acción es gratuita.

- c) Permite que las empresas más eficientes de un mercado produzcan más mientras que las menos eficientes produzcan menos. Esto sucede si una empresa menos eficiente (que produce a un costo mayor) invierte en una empresa que produce en forma más eficiente (a un costo menor). Esta hipótesis es altamente teórica pero implica que producto de dicha inversión minoritaria la empresa menos eficiente disminuye su producción, lo que induce a la más eficiente a aumentar su producción. De esta manera, en contexto no colusivos, si bien el total de producción puede disminuir, la producción es más eficiente (a menor costo) para el mercado, lo que supondría una mejora -en términos paretianos- para la sociedad toda³⁵. El problema de esta idea es que no existe evidencia empírica que ello suceda, y las agencias del mundo no son proclives a considerar este tipo de ganancia de eficiencias como neutralizadoras de los efectos unilaterales nocivos que puede traer una operación de concentración económica en un mercado determinado. La situación incluso, es más compleja en la hipótesis inversa, donde quien invierte en tenencias minoritarias es la empresa más eficiente sobre la menos eficiente. En ese caso las eficiencias provenientes de la reasignación de la producción parece que son inexistentes³⁶. Lo mismo sucede cuando la inversión es cruzada³⁷.

³⁵ En el mismo sentido se expresan Farrel y Shapiro (1990) ob. Cit., pag. 122 y 123, cuando dicen: “...en Cournot y similares teorías de oligopolio con productos homogéneos, la presencia de pequeñas firmas con poco poder de mercado no es deseable. Su producción, producida al costo marginal que casi consume su excedente del beneficio social, también desalienta la producción de las empresas más grandes con niveles de costos marginales más bajos (este efecto de desplazamiento es, por su puesto, ausente en mercados perfectamente competitivos). Consecuentemente, eso suele mejorar al bienestar económico social –definido de la forma clásica- para cerrar las empresas chicas o ineficientes o alentarlas que se fusionen para que produzcan menos...” (traducción propia del original).

³⁶ La empresa menos eficiente termina produciendo más que la más eficiente y el mercado en general se ve perjudicado, doblemente por esta situación y por la reducción en el resultado final de producción.

³⁷ Pues no queda del todo claro si realmente la reducción en la inversión de las propias empresas (más y menos eficiente) producto de la inversión en la otra, generará como contra efecto el aumento directo e inverso de la producción en la opuesta.

3. Efectos.

Si bien algunos autores arribaron a la conclusión de que las tenencias de participaciones minoritarias entre empresas competidoras no generan ningún problema a la competencia³⁸, la mayoría de la literatura especializada en el tema es conteste en afirmar que, ya sean activas o pasivas, conllevan consecuencias negativas³⁹.

Existen dos grandes efectos que se derivan de dicho actuar, los unilaterales y los coordinados (u horizontales). Los primeros hacen referencia al impacto sobre los incentivos que tiene individualmente un agente para competir menos agresivamente en el mercado que resulta involucrado. Los segundos implican la posibilidad de que las participaciones minoritarias entre competidores (en adelante “PMC”)⁴⁰ colaboren para generar conductas coordinadas entre los agentes involucrados del mercado en cuestión.

Ahora sí, los efectos sobre la competencia van a depender de dos variables: los beneficios financieros y el sistema de control⁴¹. Lo primero refiere al derecho graduable de participación en los intereses financieros de una empresa, mientras que lo segundo refiere al derecho de participar en las decisiones que generan o afectan la toma de decisiones que hacen al giro ordinario de la empresa y a su actuar competitivo. Lo primero afecta los incentivos del adquirente de una PMC, mientras que lo segundo afecta lo incentivos de la empresa objeto. Esto es así pues a diferencia de análisis corriente que se efectúa en la práctica, no siempre la adquisición de participaciones societarias otorga el control total de la compañía y el derecho a participar de la totalidad de los beneficios económicos (y soportar sus pérdidas)⁴². Lo anterior puede hacer que una PMC puede generar incluso

³⁸ En tal sentido, ver Areeda y Turner (1978), donde expresamente estos respetados autores dicen que: “...las adquisiciones no controlantes no generan ninguna amenaza intrínseca para la competencia”, traducción propia, ob. cit., pag. 1203, tomo d.

³⁹ Ver Reynolds y Snap (1986), Bresnahan y Salop (1986), Flath (1992) Farrel y Shapiro (1990), Shapiro (1995), O’Brian y Salop (1999), Moreno (1999), Gilo (2000), O’Brian y Salop (2001), Amugsen y Bergman (2002), Gilo, Moshe y Spiegel (2005), Ezrachi y Gilo (2006), OECD (2008), Serbera (2011), Pini (2011), Staahl Gabrielsen, Hjelmeng y Sørgard (2011), Comisión Europea (2014), Folguera Crespo, Gutiérrez Hernández y Arranz (2015), Stühmeier (2016), Fotis, Polemis y Eleftheriou (2017), Cheng-Zhong Qin, Zhang y Zhu (2017), Duarte Brito, Osório, Ribeiro y Vasconcelos (2018), Zevgolis y Fotis (2018). En contra, Dubrow (2001).

⁴⁰ Cabe aclarar que dichas participaciones pueden ser, como se vio en el punto 2.1., unilaterales, es decir de una empresa adquirente en una empresa objeto, o bien cruzadas (o bilaterales), es decir de un adquirente en el objeto y del objeto en el adquirente. Adicionalmente, pueden ser directas o indirectas (a través de otra empresa controlada o controlante).

⁴¹ Reynolds y Snap (1986) y O’Brian y Salop (1999).

⁴² En Argentina, así como en otras plazas del mundo, el control se analiza en las operaciones de manera binaria. O se tiene o no se tiene. O se logra post operación o no se logra. Si es conjunto, equivale al total y exclusivo, y si es influencia sustancial a través de derechos de veto, también. Ahora bien, esto no es lo que siempre sucede en el complejo mundo de las sociedades. Pues muchas veces el control –si bien potencialmente- se tiene, existen diversos sistema de frenos y contrapesos que no permiten ejercerlo de

mayores problemas para la competencia que lo que sucede en caso de una adquisición del control total y exclusivo del 100% de las participaciones sociales⁴³.

Ahora bien, algo que debe tenerse en cuenta a la hora de analizar los efectos que pueden tener las PMC es que todos los análisis asumen que existen en los mercados involucrados altas barreras a la entrada. De hecho si existiesen bajas barreras, lo cierto es que la amenaza de nuevos entrantes podría ser suficiente para desalentar los incentivos que pueda tener los agentes para disminuir su intensidad competitiva o realizar acuerdos anticompetitivos.

Por su parte, la adquisición de PMC puede restringir la competencia al otorgarle a las empresas acceso a información sensible (no pública) de sus competidores, ya sea sobre precios, costos, planes de trabajo para el futuro o estrategias comerciales⁴⁴.

Lo anterior impacta tanto sobre los efectos unilaterales como los coordinados, afianzando la posibilidad de que las empresas en cuestión alcancen una colusión tácita o expresa, facilitando el monitoreo de los acuerdo y adherencia a los mismos. Adicionalmente la existencia de tales vínculos, tanto estructurales como personales (a través de los directores comunes) pueden en el largo plazo, llevar a las empresas a abandonar la competencia efectiva en el mercado en favor de regímenes de vida más tranquilos entre los competidores⁴⁵.

3.1.Efectos Unilaterales.

En un análisis clásico de la economía de la organización empresarial se asume que cada firma fija sus precios para maximizar sus ganancias. En un mercado perfectamente competitivo, el punto donde maximiza sus ganancias se da cuando el precio es igual a su costo marginal. Sin embargo, en un mercado de competencia imperfecta con un número limitado de competidores y productos que son diferenciados o con altas barreras a la entrada o expansión, la disminución en el grado de competencia lleva a que el costo marginal no iguale a los precios. En ese contexto, el punto de equilibrio cambia y cada firma toma en cuenta que tiene algunas posibilidades (aunque limitadas) de controlar el precio que cobra. Se da cuenta que puede cobrar precios mayores, aunque tenga una

manera irrestricta por quien lo tiene. Así el grado de participación en el interés financiero de la compañía, por un lado, y el sistema de gobernanza corporativa pueden mitigar (o exacerbar) estos efectos. En otra línea de ideas, esta idea se observa también cuando nos referimos a las participaciones pasivas o activas.

⁴³ Sobre esto volveré en detalle en el punto 3.1.1., último párrafo.

⁴⁴ Y esto puede resultar independiente de que además existan directores que prestan sus servicios en ambas empresas (objeto y adquirente) o en sus grupos de influencia.

⁴⁵ Pini (2011), ob. cit., pág. 586.

producción menor de la esperada. La combinación óptima entre precios y producción se encuentra así afectada por los costos, el número de sus competidores, el grado de diferenciación de los productos que vende, las barreras a la entrada y expansión, y los precios que cobran el resto de las empresas del mercado. En esta clase de mercados competitivamente imperfectos, la empresa debe balancear los beneficios y costos de un aumento de precios, para maximizar sus ganancias. El costo de un aumento de precios es el que causará que tenga menos ventas y perderá algunos clientes, que pasarán a comprar los productos sustitutos que ofrecen las empresas competidoras. Venderá menos. El beneficio será que el aumento de los precios aumentará sus ganancias en los demás productos que pueda vender. El efecto neto entre estos dos efectos determinará el incentivo que tenga la empresa para aumentar sus precios. Y la maximización de las ganancias dependerá del grado de competencia con las otras firmas y de los demás factores que se indicaron más arriba.

Cuando una empresa adquiere participaciones de otra que compite con ella, ya sean parciales o en su totalidad, lo que se produce es que la ecuación que refiero en el párrafo anterior, tomará en cuenta no solo una empresa, sino que verificará el efecto tanto en la ganancia de la empresa en cuestión como en la que participa. Y esto es independiente de que la participación sea o no controlante⁴⁶. Puesto que solo basta con que la empresa adquiera una porción de interés financiero que le permita “recuperar” parte de pérdida por el aumento de precios de su propia empresa.

3.1.1. En PMC pasivas.

En caso de que las PMC sean pasivas se produce un claro interés por parte de la adquirente de competir menos agresivamente con la empresa objeto donde tiene su participación. Esto es así pues la empresa adquirente recibirá un porcentaje de las ganancias que obtenga su competidora a través de su participación minoritaria. Compitiendo menos vigorosamente, por ejemplo al sostener precios más altos, ambas empresas competidoras se beneficiarán de la merma en la competencia de la industria. Todo lo demás manteniéndose igual⁴⁷, las firmas competidores a la empresa que aumenta sus precios, venderán más productos, dado la diversión de los clientes hacia sus competidores. El adquirente se beneficiará entonces del aumento en las ganancias que tenga la empresa objeto, de la misma manera que pasa con una adquisición controlante. La diferencia

⁴⁶ Esto es, que sea pasiva o activa.

⁴⁷ *Ceteris paribus*

radicará en la magnitud de la ganancia, teniendo en cuenta que la adquirente solo participará en una porción de las ganancias equivalente a su participación en la empresa objeto.

Para ilustrar este efecto se puede hacer uso de un breve ejemplo matemático. Supongamos que la empresa adquirente tiene 18 clientes en el mercado que compite con el objeto. Un aumento del 2.5% en los precios de la empresa adquirente lleva el precio del producto que vende de \$100 a \$102.5, generando para la adquirente una pérdida de 2 unidades demandadas, 1 de las cuales es absorbida por la objeto. Sin la adquisición de las PMC la adquirente perdería \$40 de los 2 clientes que no le compran producto de su aumento de precios (suponiendo un margen de ganancia de \$20 por cada una de los productos que le dejan de comprar), mientras que tendrá un beneficio de \$35 (suponiendo una ganancia de \$2.5 pesos para cada unidad vendida al nuevo precio a los 16 clientes que conserva), lo que le deja una pérdida total de \$5. En este contexto no le convendría aumentar sus precios. Ahora bien, para la empresa objeto, el aumento de precios de la adquirente le deja una ganancia de \$40 (suponiendo una ganancia de \$40 por cada cliente nuevo que obtiene). Supongamos ahora que la adquirente adquiere el 25% del capital de la empresa objeto (lo que le otorga la facultad de obtener el 25% de las ganancias de la empresa objeto). Al decidir entonces el aumento de precios por parte de la adquirente, ésta internalizará el beneficio esperado por la ganancia que tenga la objeto de acuerdo a su nivel de participación en la misma. De ahí, que como sabrá que ella obtendrá \$10 pesos de la objeto (un 25% de los \$40 que gana la objeto), sabrá que su ganancia total será de \$5 y no una pérdida de \$5. En este caso, la situación será lo suficientemente beneficiosa para realizar el aumento de sus precios⁴⁸.

De hecho, mientras no se modifique la estructura de costos de las empresas producto de la operación, el efecto unilateral esperado de disminución en la intensidad competitiva, se produce ya sea que las empresas compitan a la Cournot o a la Bertrand⁴⁹.

⁴⁸ En contra autores como J. Dubrow (2001), *Challenging The Economic Incentives Analysis Of Competitive Effects In Acquisitions Of Passive Minority Equity Interests* (2001), *Antitrust Law Journal*, Vol. 69, No. 1, pp. 113-145, consultado en https://www.jstor.org/stable/40843513?seq=1#page_scan_tab_contents el 1-10-2019, han indicado que existen factores del mundo real que mitigan la real transferencia de la ganancia de las empresas que tienen un interés financiero en sus competidoras, haciendo que el incentivo económico disminuya o incluso desaparezca. Es interesante observar la respuesta que O'Brian y Salop (2001), efectúan a esta crítica, donde incorporan en su fórmula un factor de compensación que lo incluye.

⁴⁹ Cuando las empresas tienen capacidad limitada, los economistas hablan de la competencia por cantidades, es decir, a la Cournot. Esto es así pues la variable estratégica en ese caso es la cantidad de producción, lo significa que si un competidor aumenta su producción la mejor respuesta es reducir la producción propia. Por otra parte, cuando la capacidad no está limitada, entonces las empresas pueden competir por los precios,

En efecto, cuando la competencia es por los precios las tenencias de PCM, ya sean de un solo lado (unilaterales) o cruzadas (entre ambos agentes del mercado), resultan redituables para los dos competidores. La PCM harán que la firma adquirente aumente sus precios (y también la empresa objeto si también participa de su adquirente). La respuesta óptima para las demás firmas en la industria es aumentar sus precios también, lo que beneficia a los tenedores de las PMC. Como resultado general, mientras más dispersas estén las PCM en un modelo de oligopolio a la Bertrand más beneficioso es tener una PCM.

Por su parte, cuando la capacidad de producción está limitada y la competencia es por las cantidades producidas (competencia a la Cournot) y, siempre que los productos sean homogéneos⁵⁰, la tenencia de PMC puede no resultar desventajosa para la competencia⁵¹ e incluso improductivo para los competidores como consecuencia del efecto de “free riders” de los demás agentes del mercado en cuestión que no tienen PMC. Supongamos que la empresa A tiene participaciones minoritarias en la empresa B, que es su competidor. En un modelo de competencia por cantidades, la empresa A debería reducir sus cantidades para competir menos agresivamente con su competidor B. Sin embargo, tanto la empresa B como el resto de los competidores de ese mercado, aumentarían sus cantidades para contrarrestar la disminución en las cantidades de la empresa A. Eso puede llevar a que los clientes perdidos de la firma A no se pasen todos a B, sino a los demás agentes de ese mercado. Así el aumento en la ganancia indirecto de la firma A través de su participación minoritaria en la firma B no le brindaría a A una ganancia suficiente para sopesar la pérdida por la reducción en la producción, pues los demás competidores de la firma B (y A) captarían los clientes que se pierda A, aumentando su propia producción y viéndose beneficiados (como free riders) por dicha situación.

Por su parte, cuando los productos del mercado en cuestión son diferenciados y la competencia es por cantidades, las PMC son siempre ventajosas para los intervinientes y siempre perjudicial para la competencia, ya sea que hablemos de participaciones

es decir, a la Bertrand. En estos casos, la variable estratégica es el precio, lo que implica si el competidor reduce sus precios, la mejor respuesta es reducir tus propios precios. Esto último implica que la competencia es mayor en este escenario.

⁵⁰ Son productos homogéneos aquellos que sus características físicas, precios, objeto de su consumo y atributos resultan indiferentes a los consumidores. El ejemplo clásico de éstos son los commodities. En oposición son productos o bienes diferenciados aquellos que por sus características si bien pueden tener productos sustitutos no resultan idénticos para los consumidores.

⁵¹ Esto fue demostrado por Flath por primera vez en 1991, en “When is it rational for firms to acquire silent interests in rivals?” (1991) y también fue discutido en D. Reitman, “Partial ownership arrangements and the potential for collusion” (1994).

unilaterales o cruzadas. Esto es así pues de por sí la diferenciación de los productos en un oligopolio a la Cournot afecta el nivel de competencia en el mercado, lo que genera que un mínimo nivel de PMC haga redituable un aumento del precio entre los competidores que tengan participaciones en la otra empresa. Cuanto menor es la diferenciación del producto en este escenario, menor es el óptimo para las PMC, y la participación minoritaria óptima aumenta cuanto mayor sea la diferenciación de los productos⁵². En esa línea cuanto mayor sea el número de participantes del mercado en cuestión es menos probable que un nivel óptimo de PMC sea redituable para los tenedores. Lo anterior sugiere que en un oligopolio a la Cournot con bienes diferenciados las PMC deben ser cruzadas para lograr un grado deseable de beneficio individual. A diferencia de ello, en un oligopolio a la Bertrand, las PMC son siempre redituables para las partes involucradas (adquirente/objeto), siendo aún más redituables para los ajenos a la participación (demás competidores del mercado). De ahí que no se espera que haya un equilibrio para los tenedores de PMC, porque se esperaría que la adquirente preferiría no pagar el precio de la tenencia y obtener mayores beneficios del aumento general de precios en el mercado. Aunque esto sería si suponemos que las firman no eligen. Dado que las firman eligen, entonces un efecto unilateral perjudicioso es esperable en este contexto producto de las PMC, pues aún en el caso de los intervinientes, les va a resultar individualmente más redituable que un escenario sin PMC.

Ahora bien, Gilo (2008) ha demostrado que incluso es más perjudicial la PMC cuando quien la tiene es el controlante minoritario del competidor del objeto (tenencia indirecta). Esto pues el controlante obtiene todo el beneficio de disminuir la competencia en el mercado en cuestión, sin tener que soportar toda la pérdida que el aumento de precio de la empresa adquirente implica para ella, pero obteniendo los beneficios de la diversión de los clientes (y su aumento en las cantidades vendidas) sobre la empresa objeto. De hecho cuando menor sea la participación controlante sobre la empresa adquirente, mayor será el efecto beneficioso por tener una participación en la competidora (objeto). De ahí que la empresa controlante tendrá mayores incentivos para aumentar los precios (o disminuir las cantidades) en la empresa controlante que los incentivos que tendría la propia empresa que controla si fuera la que tiene la participación minoritaria en su competidor (o incluso que si la empresa controlante tuviera el 100% de las tenencias de la empresa que compete con la objeto)⁵³.

⁵² Staahl Gabrielsen, T.; Hjelmeng, E. y Sørgard, L. (2011), ob. cit., pag. 6.

⁵³ Volveré sobre esto en detalle en el punto siguiente.

3.1.2. En PMC activas

Cuando las PMC otorgan al adquirente algún tipo de influencia sobre el objeto, el efecto unilateral producido equivale al que sucede en aquellas operaciones donde se adquiere el control total sobre la compañía, aunque como se verá en el párrafo siguiente el efecto en estos casos puede ser inclusive peor que en la adquisición del control total. Es por eso que todos los regímenes que existen en los distintos países del mundo sobre notificación obligatoria de operaciones de concentración económica, enfocan su actividad en estos supuestos.

Cuando la firma adquirente obtiene el control o la influencia sobre la adquirida, los incentivos de la empresa adquirente y de la objeto se alinean. Esto puede llevar a que la empresa objeto cambie sus incentivos y busque también aumentar sus precios. Esto es, un aumento en los precios de la empresa adquirente, aumenta las ventas de la empresa adquirida, y por consiguiente, sus ganancias, dado que una porción de sus clientes dejan de comprar los productos de la adquirente (debido al aumento de sus precios) y empiezan a comprar los productos de la objeto. Esto, a su vez, genera que aumenten las ganancias de la empresa adquirente (que la controla). De ahí que si la empresa adquirente controla la posibilidad de influir sobre los precios que fija el objeto, toma lo anterior en consideración a la hora de fijar los precios de la misma, y los aumenta.

Por esto es que, respecto a las PMC pasivas, el caso de las activas, refuerza los efectos unilaterales anticompetitivos que traen este tipo de tenencias. Así bajo una competencia a lo Cournot, el hecho de que la adquirente tengan influencia sobre la objeto, permite que la misma aumente sus ganancias frente a una disminución voluntaria de cantidades en la producción por parte de ésta. Lo que no podrá controlar la adquirente, sin embargo, es que las demás empresas de la industria aumenten sus cantidades, lo que hará que las PCM puedan no llegar a ser redituables en todos los casos.

Bajo una competencia a lo Bertrand, una PMC con algún grado de control sobre la objeto también refuerza el efecto unilateral de la presión alcista de precios sobre la empresa objeto, lo que generará que sus competidores de la industria aumenten también sus precios, más que si la inversión sobre la objeto fuera puramente financiera.

Incluso la PMC con control pueden ser más perjudicial si la adquirente tiene menos que el 100% de las participaciones sobre la objeto, pues de esta forma la compañía adquirente (A) además de beneficiarse de la reducción de las cantidades (competencia a la Cournot) o aumento de precios (competencia a la Bertrand) directamente obtenida en su compañía,

diluye sus pérdidas por la reducción en las cantidades vendidas en el objeto, dado que – al tener influencia o control- podrá fijar ella misma (la compañía A) los precios de la compañía objeto pero no tendrá que soportar todas las pérdidas (por la diversión de productos hacia sus competidores) pues solo tiene una fracción de la totalidad de las participaciones sociales de ésta. Es decir, el resto de las pérdidas las soportarán los demás accionistas (o tenedores) mientras que la compañía A se beneficia del aumento de precios. En el extremo, si la adquirente tiene un PMC minúscula pero tiene el control de la empresa o su influencia, puede querer llegar a cerrar la empresa objeto, y esto se produce porque obtendrá la ganancia que le otorguen los clientes que pasen a comprarle a ella producto del cierre pero no tendrá que soportar la pérdida por el cierre de la empresa, pues será soportada por todos los demás accionistas no controlantes.

Puede pasar, sin embargo, que las PCM activas no otorguen el control total de la compañía, sino que otorguen algún tipo de influencia.

En estos casos, se pueden identificar distintos escenarios⁵⁴, a saber:

- a) Obligaciones fiduciarias: en este caso las obligaciones fiduciarias son un conjunto de normas societarias que obligan a los directores a actuar en beneficio de la sociedad, sin perjuicio de quien sea el accionista mayoritario o quien tiene el control de la misma. De esta manera el equipo gerencial y directivo está impedido de analizar el impacto de las acciones de la sociedad en la empresa que tiene el control accionario, aun cuando ésta tenga la mayoría accionaria o el mayor interés financiero, siempre que ello pueda generar algún tipo de perjuicio en los intereses de la compañía objeto. Esto será muy difícil de probar para los demás accionistas, aunque a favor queda el hecho de que los directores independientes tienen sus propios incentivos para actuar de tal manera, pues de otra forma quedarán excluidos del mercado de directores producto de su propia reputación y podrán tener consecuencias personales sobre su patrimonio.
- b) Control conjunto (al estilo de Coase): en este escenario, los directivos de la compañía adquirente tratarán de maximizar los beneficios en forma conjunta de ambas empresas (adquirente y adquirida), tomando decisiones como si ambas empresas estuvieran fusionadas. Los directivos de la firma adquirida actuarían de la misma manera, y luego se dividirían las ganancias de alguna manera en forma equitativa entre las dos empresas. Este paradigma se enfrenta, sin embargo, con

⁵⁴ O'Brian y Salop (1999), ob. cit., pags. 580/584.

el problema de los costos de transacción en un mundo real⁵⁵. Lo que lleva al problema de que dicha conducta puede ser considerada colusión, por un lado, y que –en tal supuesto- aún tiene los problemas propios del mantenimiento de un acuerdo colusivo.

- c) Control de un solo lado: este supuesto parte de la idea de que la firma adquirente tiene suficiente influencia como para forzar a la adquirida a maximizar las ganancias conjunta de ambas. Sin embargo, esta maximización de ganancias solo aplica a la firma adquirida y no a la adquirente, que sigue actuando en su propio interés, tomando decisiones que tienen en cuenta el hecho de que solo tiene una participación minoritaria sobre la adquirida. Este escenario lleva a una situación de mayor competencia que la anterior porque, a diferencia del caso del control conjunto a lo Coase, en este supuesto no se termina de internalizar el problema de free rider que supone la adquisición parcial de PMC descrito más arriba, lo que –por su parte- sí sucede en el caso del control conjunto donde los efectos son completamente internalizados (como si fuera un fusión o un control sobre el 100% de las tenencias).
- d) Control proporcional: este supuesto refiere al caso donde la junta de directores y gerentes de la firma adquirente toman en consideración los intereses que tienen sus propios accionistas sobre otras firmas. Sin embargo, más que tratar de maximizar en forma conjunta las ganancias, toman en cuenta los intereses de los accionistas en proporción a sus intereses financieros en la firma adquirida. Por ejemplo, si la firma adquirente es el único competidor con intereses financieros en la firma adquirida y tiene el 25% de las tenencias, entonces los directores y gerentes de la firma adquirida tomarán sus decisiones sobre precios y cantidades como si la firma adquirida tendría el 25% de las acciones sobre la firma adquirente. Este tipo de control proporcional es más relevante en los contextos de joint ventures, cuando la firma adquirente es la unidad objeto del joint venture y existen un número de competidores con intereses financieros en tal entidad.

Para el caso de productos diferenciados, el control proporcional puede generar más o menos incentivos a aumentar los precios de manera unilateral que el sistema de control

⁵⁵ Al igual de lo que pasa con el Teorema de Coase, de donde proviene su génesis. Éste supone que en ausencia de costos de transacción y con derechos de propiedad bien definidos, se producirá necesariamente una reasignación de los mismos de tal forma que terminen en las manos de quien los valore más. Esto, no es otra cosa que suponer que las partes negociarían para lograr una maximización de ganancias conjuntas, sin importar la localización de los derechos.

de un solo lado. Los incentivos de la firma adquirente serán los mismos bajo el supuesto de un solo lado y de control proporcional, sin embargo, la firma objeto se podrá comportar más o menos competitivamente que en el escenario de control proporcional. En este contexto, ambas estructuras de control llevan incentivos competitivos que están en el medio entre las obligaciones fiduciarias o el control conjunto a lo Coase. El sistema de obligaciones fiduciarias equivale a la adquisición de interés sólo financieros (solo para inversión) y el control conjunto a lo Coase es más equivalente al control total del 100% de las participaciones.

Por su parte, para productos homogéneos, las PMC con el control total llevan siempre al escenario menos competitivo.

Para el caso de productos diferenciados, el análisis es más complicado porque a veces puede llevar a subir los precios y en otros casos a bajarlos, respecto de una adquisición de control al 100% de las participaciones.

3.2.Efectos Coordinados.

3.2.1. En PMC pasivas.

Los efectos coordinados ocurren si las empresas que compiten en un determinado mercado pueden cobrar a través de un sistema de coordinación entre ellas mayores precios que los que podrían cobrar maximizando sus ecuaciones de costos y ganancias en el corto tiempo en un esquema sin colusión.

La colusión entre competidores puede ser expresa o tácita. La colusión tácita refiere a la situación donde los precios de cartel son sostenibles aun sin la comunicación expresa entre los competidores. Cada empresa puede contenerse de terminar el acuerdo colusivo por el miedo que ello lleve a una guerra de precios en el mediano plazo. Esa guerra de precio involucra pérdidas a largo y mediano plazo que pueden opacar las ganancias a corto plazo producto de la reducción de precios. A diferencia de la colusión expresa, la tácita es muy difícil de detectar o de probar. Y ahí es donde entra en juego los incentivos que crean las PMC.

Por definición la colusión es difícil de sostener en el tiempo. Para que pueda darse la coordinación producto de una concentración horizontal⁵⁶ tienen que darse diversos requisitos⁵⁷, a saber:

- a) Debe ser relativamente simple llegar a un acuerdo común en términos de coordinación (estabilidad interna).
- b) Las firmas tienen que poder monitorear suficientemente si los términos de la coordinación se cumplen (estabilidad interna).
- c) Las firmas tienen que tener un mecanismo creíble de castigo para el caso del desvío de algún actor de la conducta (estabilidad interna).
- d) La reacción de los agentes externos al cartel no debe poder minar la posibilidad de afectar la coordinación (estabilidad externa).

En efecto, la coordinación es viable si las firmas son capaces de llegar a un acuerdo y luego supervisar su cumplimiento. Por tanto, la viabilidad de la coordinación depende del número de participantes en el acuerdo, su semejanza en objetivos e intereses y la transparencia de su accionar en el mercado. La simetría entre las participaciones de los competidores, sus tamaños, costos y capacidad de producción son también factores que facilitan la sostenibilidad interna de un acuerdo.

La coordinación es internamente sostenible si sus resultados son consistentes con los intereses individuales de cada participante, es decir si sus intereses individuales no los desvían de la coordinación. Para ello, cada empresa debe percibir que su rentabilidad cae si traiciona el acuerdo intentando capturar clientes mediante rebajas o descuentos encubiertos u otras mejoras respecto de las condiciones comerciales coordinadas. La caída de su rentabilidad puede simplemente producirse si todas las empresas pasan a fijar el precio normal de competencia.

Nótese que en ese caso la represalia puede surgir espontáneamente, sin coordinación explícita o implícita, ni necesidad de incurrir en precios por debajo del costo, como respuesta individual pero simultánea de las empresas para retener su clientela. Es la estrategia defensiva conocida como “igualar los precios del rival”.

En suma, la sostenibilidad interna de una coordinación depende de la eficacia de los mecanismos de detección y represalia tempranos de los desvíos de la conducta coordinada

⁵⁶ Es decir, de aquellas que compiten entre ellas en un mercado involucrado (geográfico y de producto).

⁵⁷ Del caso de la Corte Europea de primer instancia, Cámara Quinta, N° T-342/99, “Airtours PLC v. Commission”, del 6-06-2002, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61999TJ0342> el 29-05-2020.

(ya que una retaliación tardía reduce el valor presente de la represalia). La transparencia del mercado y los mecanismos de intercambio de información son factores claves al respecto.

Finalmente, la coordinación es externamente sostenible si no existen competidores (actuales o potenciales) que puedan socavarla desde el exterior⁵⁸. La sostenibilidad externa será mayor si las barreras de entrada al mercado relevante son altas, bloqueando la entrada de nuevos competidores⁵⁹; si los restantes competidores que participan en el mercado relevante (que operan fuera de la coordinación) son débiles y con escasa capacidad de expandir sus operaciones, y si no existen clientes capaces de ejercer poder de compra para socavar la coordinación.

Algunos factores son particularmente decisivos en la capacidad de las firmas de sostener una colusión, tales como las barreras a la entrada, la frecuencia de las interacciones entre los participantes del mercado y el papel de la innovación. Existe poco espacio para las colusiones en ausencia de barreras a la entrada, interacciones poco frecuentes y mercados liderados por la innovación⁶⁰.

La colusión es nociva para la competencia porque permite a sus participantes cobrar precios supra competitivos, reducir las cantidades o las calidades o retrasar la tasa de innovación tecnológica.

Cuando se analizan las PMC, para ver los efectos coordinados que éstas pueden producir, la cuestión es determinar si la estructura del mercado existente facilitará las condiciones para que se produzca la coordinación, y si las PMC harán más probable que esa

⁵⁸ Ello es así pues –todo el resto igual- la colusión es más probable que ocurra cuando el número de las empresas del mercado es bajo. Esto porque en caso de que haya muchas empresas, cada una solo obtiene un porción muy baja de la participación en el mercado durante el período colusivo. En caso de desviación, una sola firma podrá obtener por sí misma altas ganancias de corto plazo al incrementar su participación rápidamente en el mercado. De ahí que sea probable que esas altas ganancias extraordinarias sea suficiente para balancear su ganancia a largo plazo por la existencia del acuerdo en el mercado y el eventual castigo que obtenga del resto producto de una retaliación por su desviación. Si hay pocas firmas en el mercado, las ganancias por la desviación son más chicas porque cada empresa tiene un share más alto.

⁵⁹ En caso de que la entrada al mercado sea muy baja, será extremadamente difícil sostener la colusión. Esto es porque cuando hay precios altos las demás empresas estarán tentadas entrar a ese mercado. Con la entrada de nuevos competidores se pueden dar dos escenarios. En el primero, entra una firma maverick, muy diferente a sus rivales con altos incentivos para competir agresivamente. Esto hará que disminuyan los market shares de las demás empresas que ya estaban en el mercado y estaban acordando precios o cantidades, lo que forzará a las empresas incumbentes (las que estaban antes en el mercado) a bajar los precios en el mercado para no perder sus participaciones, atentando directamente con la sostenibilidad del acuerdo al romper el precio colusivo. Anticipándose las incumbentes mantendrán sus precios bajos. En el segundo escenario, la entrante toma parte en forma explícita o tácita del acuerdo colusivo. En ese caso, la colusión será más difícil de sostener simplemente porque aumenta el número de los participantes.

⁶⁰ Marc Ivaldi, Bruno Jullien, Patrick Rey, Paul Seabright, Jean Tirole (2003), Final Report for DG Competition, European Commission. IDEI, Toulouse, pág. 67, consultado en http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/wp/2003/tacit_collusion.pdf el 12-05-2020.

coordinación exista. En este punto es importante verificar si las PMC ayudan en algún punto a reforzar la sostenibilidad interna y externa que un acuerdo horizontal necesita para sobrevivir. Y para poder verificar eso tenemos que observar las ganancias de corto plazo que puede tener una agente por desviarse momentáneamente del acuerdo aumentando unilateralmente sus precios versus las pérdidas de largo plazo que despierta una guerra de precios producto de la competencia natural que se da sin el acuerdo en dicho mercado.

Por un lado, las ganancias de corto plazo por desviarse de un acuerdo serán menores si tienen PMC. Esto es así pues las empresas (adquirente y objeto) internalizan parte de las pérdidas infligidas en las otras firmas del acuerdo cuando se desvían. Eso tiende a estabilizar la coordinación entre las firmas de la industria.

Con un ejemplo se puede entender esta idea muy fácilmente. Supongamos que las empresas A y B, las únicas del mercado, están coludiendo. B gana \$4 por bajar sus precios y espera que en el futuro, la guerra de precios con su competidora producto de su baja, le genere una pérdida de \$3. De ahí que será más rentable para B bajar sus precios que mantenerse en un acuerdo colusivo. Ahora supongamos que A tendrá una pérdida producto de la baja en los precios que haga B y de la guerra de precios de unos \$8, y que B tiene una participación del 25% en A. Si B baja los precios entonces perderá ahora \$5 (esto es 3\$ por la merma en sus propias operaciones producto de la guerra de precios y el 25% de los \$8 que perderá B, o sea \$2). De allí se observa que la participación que obtuvo B en A genera un cambio en los incentivos de A a competir, pues ahora le resulta no rentable bajar los precios (saliéndose así del acuerdo colusivo), y por el contrario le resulta más rentable sostener la colusión.

Por otro lado, las ganancias luego de la desviación, esto es cuando las firmas compitan normalmente sin el acuerdo, podrán ser más altas o bajas con las PMC.

Sabemos que en un oligopolio con competencia por los precios la colusión será viable desde lo económico si los precios que se cobren son mayores que los que puedan cobrarse según el equilibrio obtenido en un juego de una sola partida. En el caso de que la competencia sea por las cantidades, el acuerdo colusivo será posible siempre que las cantidades obtenidas con el precio post colusión sean menores que las que puedan suceder de un equilibrio en un juego de una sola partida bajo este otro escenario. De ahí que los acuerdos colusivos coinciden con el resultado (precios altos o cantidades bajas, según el tipo de competencia) y no de acuerdo a la forma en que ese acuerdo es obtenido.

En un oligopolio con competencia a la Cournot, sabemos conforme se expuso en el punto anterior, que las PMC en algunos casos pueden llevar a bajar las ganancias de las empresas que compiten. Si este es el caso, ambos efectos de corto y largo plazo tienden a estabilizar el resultado de la coordinación. Malueg (1992)⁶¹ considera que en un juego repetido de oligopolio a la Cournot las PCM tienen un efecto ambiguo. Este efecto viene, a su vez, de los dos efectos contrapuestos que suceden producto de esas participaciones. Por un lado, las PCM implican que la firma internaliza parte de las pérdidas que infligen a sus rivales cuando se desvían del acuerdo. Por otro lado, se suaviza la competencia por el mercado seguido de una caída del acuerdo colusivo que aumenta los incentivos de la firma a desviarse. Sin embargo, en la práctica el primer efecto suele primar sobre el segundo porque de lo contrario las firmas no tendrían incentivos en tener participaciones minoritarias en sus rivales⁶².

En un caso de oligopolio con competencia a la Bertrand, en cambio, sabemos conforme vimos en el punto anterior, que las PMC siempre llevan a mayores ganancias para los agentes y peores resultados para la competencia. Eso sugiere que, respecto a los efectos de largo plazo, será más dificultoso sostener la colusión⁶³. En ese caso el efecto negativo quedará neutralizado por el efecto positivo.

Para Gilo, Moshe y Spiegel (2005)⁶⁴, en un escenario de firmas simétricas de oligopolio a la Bertrand, un aumento de las participaciones de una firma (R) en su competidora (S) nunca obstaculiza la colusión tácita (Corolario 1). Adicionalmente, un aumento de las participaciones de R en S facilita la colusión tácita solo si: 1) cada empresa maverick⁶⁵ tiene una participación directa o indirecta en la firma R; y 2) una empresa S no es una

⁶¹ Malueg, D., Collusive behaviour and partial ownership of rivals (1992), *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 10, pag. 27 a 34, consultado en <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016771879290045Z> el 12-05-2020.

⁶² Gilo, Moshe y Spiegel (2005), ob. cit., pag. 5.

⁶³ Malueg (1992), ob. cit. Tener en cuenta que este autor considera en su análisis duopolio simétricos, en contraposición con el estudio que efectúan Gilo, Moshe y Spiegel (2005), que analizan n firmas competidores en un mercado en un oligopolio a la Bertrand. Además Malueg considera únicamente que las PMC se tienen en forma indirecta a través de un controlante, y no directamente entre la firma adquirente y el objeto.

⁶⁴ Ob. cit., pags. 11, 12, 13 y 14.

⁶⁵ La firma maverick es aquella que cumple un rol disruptivo en el mercado para beneficiar a los consumidores. Por ejemplo es aquella que amenaza con modificar sustancialmente las condiciones de un mercado con nueva tecnología o un nuevo modelo de mercado, o aquella que tiene un incentivo para que la lleve a bajar precios o aumentar su competencia o resistir el aumento de precios en un industria. Es una firma que puede disciplinar los precios basado en su habilidad e incentivos para expandir rápidamente su demanda usando la variable de capacidad, así como resistir retaliaciones o aumentos de precios propio de conductas colusivas en un mercado determinado” Traducción propia de las “Guidelines on the assessment of horizontal mergers” del U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, (19 August 2010), punto 2.1.5., consultado el 12-05-2020 en <https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010>

empresa maverick (Corolario 2). Como consecuencia de esta idea, los autores afirman que las PMC pueden facilitar la colusión solo si cada empresa de un mercado determinado tiene una participación en su rival. De ahí que mientras la firma maverick no invierta en alguna de sus competidoras, las demás PMC que tengan entre sus rivales incentivarán la colusión tácita. Lo anterior, para la política de competencia implica que las autoridades no deberían estar tan preocupadas en los efectos unilaterales, como sí en los coordinados pues pueden -en efecto- ser facilitadores de la colusión tácita en estos escenarios.

Para ilustrar mejor la situación anterior, supongamos que existen 10 empresas en un mercado. Las firmas 1 a 4 invierten solo entre ellas, de manera que ninguna de ellas tienen participaciones en las firmas 5 a 10. De ahí que cualquier aumento que exista en las participaciones que esas últimas empresas tengan entre ellas, incluidas sus participaciones en las firmas 1 a 4, facilitará la colusión tácita, salvo que: 1) la empresa maverick sea alguna de las firmas 1, 2, 3 o 4; o 2) el aumento de las participaciones sea en la propia empresa maverick. Si sucede los casos 1) o 2), entonces cualquier aumento de las participaciones entre las firmas 5 a 10 en sus rivales no afectará la colusión tácita justificando un tratamiento más indulgente de las autoridades de competencia⁶⁶. Esta idea, un tanto contra intuitiva, implica entonces que las PMC sobre empresas maverick no generarán más problemas sobre la posible colusión tácita.

Por otro lado, los autores citados han demostrado que si la controlante de la empresa R invierte en un competidor de ella, la controlante está dispuesta a participar en mayor medida en el acuerdo colusivo. Y ese incentivo es mayor cuanto menor sea su participación en la firma competidora R. Eso implicará que el aumento en la sostenibilidad del acuerdo colusivo será beneficiado por la firma controlante ya sea aumentando su participación en la competidora (S) o bien diluyendo su participación en la controlada (R). Esa disminución, efectivamente aumenta el peso que la controlante asigna las ganancias de la competidora (R) y de ahí que debilita los incentivos de la controlante a desviarse del acuerdo colusivo. Eso ilustra el hecho de que aun relativamente pequeñas participaciones minoritarias de las controlantes en las empresas competidoras a su controlada, trae considerables efectos negativos para la competencia. Esta idea es muy importante para la política de competencia, porque implica que las autoridades no solo tienen que fijarse en las PMC de las empresas objeto sino también -cuando se obtienen de manera indirecta donde no es la empresa en sí quien compite con

⁶⁶ Ejemplo extraído de Gilo, Moshe y Spiegel (2005), ob. cit., pag. 14.

la objeto sino que lo hace a través de otra empresas que ésta controla- deberán prestar atención en las participaciones que tienen sobre esta otra y sus posibles disminuciones en el futuro.

Lo que, por su parte, resulta interesante es ver que la propensión a coludir disminuye cuando la controlante internaliza el interés de los demás tenedores minoritarios en la empresa R que compite con la objeto de la que él participa también. Esto es porque tal conducta, tiene el efecto opuesto a la disminución de su participación en la empresa R. En ese sentido, los accionistas minoritarios preferirían que el controlante desoiga sus propios intereses cuando toma las decisiones de establecer los precios de dicha empresa. Y esta idea resulta también contra intuitiva, porque de esta manera se reducen los costos de agencia y -a la larga- el accionista minoritario se ve beneficiado de la ganancia por el precio colusivo que obtiene la empresa R.

Finalmente, estos autores han demostrado que suponiendo que la firma R aumente sus PMC en la firma S: 1) el cambio debilita el incentivo de la firma S a coludir si el controlante de la firma S tiene una participación en la firma R; y 2) el cambio no afecta los incentivos de la firma I (otra competidora de R y S en el mismo mercado) a coludir siempre que la controlante de la firma I no tenga participaciones en la firma R⁶⁷. Un ejemplo gráfico de esta idea se puede observar si suponemos que existe un mercado con 10 empresas competidoras. Las empresas 1 a 4 tienen participaciones solo entre ellas pero ninguna tiene participaciones en las empresas 5 a 10, mientras que ninguna de las empresas 5 a 10 tienen participaciones en sus competidoras. Suponiendo que la empresa 5 aumenta sus participaciones en la empresa 4, el incentivo del controlante de la firma 4 para coludir permanecerá intacto si es que no tiene participaciones en otras empresas del mismo mercado o si solo tiene participaciones en las empresas 1 a 4. Adicionalmente, si la controlante de la empresa 4 tiene al menos una participación en las firmas 5 a 10 entonces sus incentivos a coludir serán menores. Por otro lado, el aumento de las participaciones de la empresa 5 en la empresa 4 no afectará los incentivos de las empresas 1 a 3 a coludir siempre que sus controlantes no tengan participación en las firmas 5 a 10. Lo anterior sugiere que las empresas no tendrán incentivos a adquirir participaciones en sus competidores cuando alguna de sus participaciones son propiedad de los controlantes de sus rivales.

⁶⁷ Gilo, Moshe y Spiegel (2005), ob. cit., pag. 21. Es descripta como la Proposición 4.

Por su parte Reynolds y Snapp (1986) le asignan a las PMC la capacidad de fortalecer la estabilidad de los acuerdos colusivos, siempre que las que tengan las participaciones sean las empresas maverick sobre las dominantes, de manera que estas últimas lo vean como un compromiso de competir menos vigorosamente.

3.2.2. En PMC activas

En caso de que las PCM sean activas, la situación respecto de los potenciales efectos coordinados funciona de la misma manera que si la adquisición sea sobre la totalidad de las tenencias. En efecto, el control o influencia sobre la compañía objeto a través de las PCM facilitará la coordinación con la adquirente y, en la medida que se den las demás circunstancias facilitadoras de la colusión, es esperable que ésta suceda. Será además particularmente preocupante cuando quien adquiere las PCM sea la empresa más chica del mercado, en aquellas que son más grandes o tienen poder de mercado, o bien que sea una empresa que tienen mayores incentivos para competir (maverick) la que adquiere o es adquirida.

3.3. Evaluación de las participaciones minoritarias: PPI y HHI modificado.

La semejanza entre las participaciones minoritarias y las operaciones de concentración ha llevado a utilizar criterios semejantes para evaluar ambos fenómenos.

Así, por ejemplo, Bresnahan y Salop utilizan un HHI modificado (Modified Herfindahl-Hirschman Index o MHHI) para evaluar el aumento de la concentración en el mercado derivado de la adquisición de una participación minoritaria entre competidores⁶⁸. Esta metodología se funda en la modificación del HHI, basado en un monopolio a la Cournot con competencia por cantidades donde los bienes son productos homogéneos.

El índice MHHI toma en consideración el hecho de que las firmas no se fusionan en un 100%, contrarrestando el efecto de sobreestimación que pudiera surgir cuando se adquiere una participación minoritaria. Así el delta MHHI iguala, en el caso de una PMC, el interés financiero de la tenencia multiplicándolo por el producto de la suma de las participaciones de las dos empresas (adquirente y objeto). Esto se puede comparar con una adquisición total, donde el delta sería el doble del producto de las participaciones de las firmas. De ahí que, como los efectos de la tenencia de participaciones minoritarias dependerán de sus derechos de control, para una determinada cantidad de tenencias el índice diferirá dependiendo el patrón específico de control.

⁶⁸ Bresnahan y Salop (1986), Ob. cit., pag. 155/175.

El análisis de la variación del índice MHHI pre y post transacción puede ofrecer cierta guía sobre si las PMC generan o no un impacto en los incentivos de la firma a competir, dada una estructura determinada del mercado en cuestión y una estructura de control específica. Sin embargo, esta metodología es predictiva por naturaleza y no puede dar certeza de si tal operación tendrá necesariamente un efecto significativo para la competencia en dicho mercado. Supone, tal como pasa con el cálculo del índice HHI, un mercado relevante sin sustitución de productos fuera de ese mercado, barreras de entrada prohibitivas, no toma en cuenta otros hechos de la dinámica de competencia del mercado ni tiene en cuenta las ganancias de eficiencias generadas por la operación⁶⁹. De ahí que el MHHI, al igual que el HHI, no puede ser más que otro elemento más a la hora de estudiar los efectos de las PMC.

Una segunda medida, utilizada por Salop y O'Brien (2000), es el índice de precios presión alcista (Price Pressure Index o PPI)⁷⁰. Este índice es utilizado para el caso en donde los productos son diferenciados existiendo cierto grado de cercanía en la sustitución entre los distintos segmentos del mismo.

En este caso, el índice permite estimar el incentivo a subir los precios por parte de una empresa, sobre la base de las ganancias producidas por un aumento de precios (margen de utilidad de la empresa) y las pérdidas que se producen por la desviación de demanda hacia un competidor, para lo cual se requiere conocer el ratio de diversión (diversio ratio) de la demanda. Dicho modelo puede fácilmente comprender la existencia de participaciones minoritarias en su análisis, considerando las mismas como disminuciones de las pérdidas generadas a partir de la desviación de demanda (parte de la demanda desviada se recupera a través de la inversión). Cuánto de la demanda desviada es recuperada dependerá, obviamente, no sólo del tamaño del interés financiero que se tiene en el competidor, sino también de su margen de utilidad (si el competidor vende sus productos al costo marginal, no importa qué tan grande sea el interés financiero en el competidor, no se obtendrá ganancia alguna a raíz de la desviación de demanda). Así, si una empresa (A) adquiere una participación en (B), su incentivo a subir precios después de la adquisición será mayor mientras mayor sea su participación en B, mayor sea el margen de B y mayor sea la diversio ratio de (A) a (B)⁷¹.

⁶⁹ OECD (2008), ob. cit., pag. 29.

⁷⁰ O'Brien y Salop (2000), ob. cit., pag. 600/602.

⁷¹ O'Brien y Salop (2000), ob. cit., pag. 599.

La utilidad especial del PPI es que, a diferencia del HHI, permite incorporar eficiencias de la operación de concentración, las que son comprendidas por el modelo como reducciones de costo (v.gr., si la empresa A reduce sus costos mediante una fusión con B, dicha reducción implicará mayor margen de ganancia en la empresa A, menor incentivo para desviar demanda a la empresa B, mayor incentivo para aumentar la demanda de A y, por ende, menos incentivos a subir precios).

Estos dos indicadores son utilizados con relativa frecuencia en el análisis de operaciones de concentración. Aunque el HHI se considera un proxy más impreciso de los efectos competitivos de la operación, requiere menos datos para ser calculado. El PPI da una medida más certera de los efectos competitivos, pero incorpora variables como la diversio ratio, lo que requiere una estimación de la elasticidad de la demanda, que rara vez se encuentra disponible.

El punto a enfatizar aquí es que dichas medidas pueden ser adaptadas para analizar los efectos competitivos de la adquisición de una participación minoritaria en términos análogos al caso de una fusión, lo que de alguna manera muestra más la cercanía entre ambas hipótesis.

4. Su tratamiento normativo en las jurisdicciones comparadas.

La forma de legislar la adquisición de participaciones minoritarias es diferente según la normativa que se aplique. Existen dos grandes maneras de regular las mismas: como conductas anticompetitivas, mediante un control ex post facto⁷²; o dentro de los regímenes de control de concentraciones económicas, usualmente de forma previa (ex ante).

En el primer caso, suelen usarse normas referidas a conductas horizontales (colusión) o como abuso de posición dominante. En el segundo caso, existen normas que establecen límites objetivos que disparen el análisis previo, o bien únicamente las regulan para el supuesto en que exista influencia o control.

4.1.Estados Unidos de América.

⁷² Es decir, posterior al hecho.

En Estados Unidos las adquisiciones de participaciones minoritarias están contempladas en la Sección 7ª de la Clayton Act⁷³ y en la Hart-Scott-Rodino Act⁷⁴.

La Sección 7ª de la Clayton Act establece la prohibición de efectuar la adquisición de cualquier parte de las participaciones de una compañía en la medida que dicha adquisición pueda o intente disminuir substancialmente la competencia⁷⁵. No es necesario que dicha participación otorgue el control de la objeto ni tampoco se exige un mínimo umbral para que dicha exigencia se configure. Aunque la Sección 7ª no se aplica si: a) la adquisición es hecha solamente con el propósito de inversión; o b) o fue hecha sin la intención de ejercer su voto, o para disminuir sustancialmente la competencia o intentar disminuir sustancialmente la competencia.

Así los jueces han entendido la excepción de “solo para inversión” en dos partes. Primero el acusado deberá demostrar que hizo la adquisición solamente para inversión, término que no está definido en la ley⁷⁶. Y segundo, recién una vez que se demuestre lo anterior, el actor deberá demostrar que la adquisición fue efectuada para disminuir sustancialmente la competencia o con la intención de hacerlo.

Una guía para entender que se considera “inversión”, es hurgar en la Hart-Scott-Rodino Act, que indica que se consideran solo para inversión la adquisición de las participaciones con derecho a voto inferiores al 10% de las acciones de la objeto, y que quedan exentas de la necesidad de ser notificadas de manera previa ante la autoridad de control.

⁷³ Clayton Act, 15-10-1914, integra el Capítulo 15 del Código de Comercio de los Estados Unidos, 15 U.S. Code, Secciones § 12-27, consultada en https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/12_el_2-06-2020. Esta norma complementó la Sherman Act de 1890, incluyendo el análisis de operaciones de concentración económica en EEUU.

⁷⁴ Hard-Scott-Rodino Act, integra el Capítulo 15 del Código de Comercio de los Estados Unidos, 30-09-1976, modifica la Clayton Act., 15 U.S. Code, Sección § 18a, consultada en <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid%3AUSC-prelim-title15-section18a&edition=prelim> el 2-06-2020. Esta norma incorporó el sistema de notificación previa y obligatoria para determinadas operaciones de concentración económica en ese país.

⁷⁵ Se ha entendido incluso que la adquisición de menos del 25% de las acciones de una sociedad pueden infringir la competencia. Así se falló en *United States v. E.I. du Pont de Nemours & Co.*, 353 U.S. 586, 602-07 (19961) (adquisición del 23% viola § 7); *Denver & Rio Grande*, 387 U.S. at 501-04 (adquisición del 20% de warrants, se entendió que generan efectos anticompetitivos bajo la § 7); *American Crystal Sugar Co. v. Cuban-American Sugar Co.*, 259 F.2d 524, 526, 531 (2d Cir. 1958) (adquisición del 23% de las acciones viola la § 7); *Crane Co. v. Harsco Corp.*, 509 F. Supp. 115, 123-25 (D. Del. 1981) (adquisición del 20% de las acciones fueron analizadas bajo la § 7 por efectos horizontales y verticales); *United Nuclear Corp. v. Combustion Eng'g, Inc.*, 302 F. Supp. 539, 540, 552-55 (E.D. Pa. 1969) (adquisición del 21% de las acciones viola la § 7); *Hamilton Watch Co. v. Benrus Watch Co.*, 114 F. Supp. 307, 313, 317 (D. Conn.) (adquisición del 24% de las acciones viola § 7), *affd*, 206 F.2d 738 (2d Cir. 1953). Todo estos ejemplos pueden encontrarse en O'Brian y Salop (1999), *ob. cit.*, pag. 565.

⁷⁶ Ver *United States v. Tracinda Inv. Corp.*, 477 F. Supp. 1093, 1098 (C.D. Cal. 1979) y *Anaconda Co. v. Crane Co.*, 411 F. Supp. 1210, 1219 (S.D.N.Y. 1975), en O'Brian y Salop (1999), *ob. cit.*, pag. 566.

En el mismo sentido, la Hart-Scott-Rodino Act considera que las adquisiciones están efectuadas solamente con el propósito de inversión cuando el adquirente no tiene la intención de participar en la dirección, control o determinación de las decisiones básicas del negocio de la objeto. Así la Federal Trade Commission (en adelante FTC) ha entendido que existen seis conductas que no son compatibles con la idea de “solamente para inversión” que define la norma, a saber⁷⁷:

1. Nominar un candidato para la junta de Directores de la objeto;
2. Proponer acciones corporativas que requieran de la aprobación de los accionista;
3. Solicitar autorización para que un accionista vote en su nombre o en nombre de otros en la junta anual de accionista⁷⁸;
4. Tener un accionista controlante, director, oficial gerencial o empleado simultáneamente como director o empleado jerárquico de la objeto;
5. Ser un competidor de la objeto;
6. Tener alguna de las relaciones anteriormente mencionadas respecto de una sociedad directa o indirectamente controlada por la objeto.

Por otro lado, mientras que la Clayton Act, se refiere a la adquisición de cualquier acción o tenencias de una compañía, la Hart-Scott-Rodino Act refiere únicamente a las acciones con derecho a voto de los directores de una compañía. Así la Hart-Scott-Rodino Act no obliga a notificar la adquisición de las acciones que no tengan derecho a voto⁷⁹.

4.2.Unión Europea.

El actual Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo Europeo, del 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas⁸⁰, es el resultado de una modificación del original Reglamento (CEE) n° 4064/89 del Consejo, del 21 de diciembre de 1989. La principal modificación que se introdujo en 2004 fue la incorporación de la prueba OSCE (por su siglas, “obstáculo significativo para una competencia efectiva”). Esta prueba sostiene que los OSCE surgen sobre todo por la creación o fortalecimiento de una posición dominante. De esta forma, la prueba permite seguir basándose en los

⁷⁷ Federal Regulation Nro. 33,450, 33,465 (1978) consultada en https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/hsr_statements/43-fr-33450/780731fr43fr33450.pdf el 29-05-2020.

⁷⁸ Es lo que se conoce como “proxies” en inglés.

⁷⁹ Tal y como sucede en nuestro país. Ver Ley N° 27.442, art. 11, inciso b).

⁸⁰ Reglamento del Consejo Europeo (CE) No 139/2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004R0139&from=EN> el 19-05-2020.

precedentes de la Comisión y la jurisprudencia de los Tribunales Europeos. Al evaluar el impacto sobre la competencia de una concentración notificada, la Comisión sigue examinando si la concentración obstaculizaría o no de forma significativa la competencia efectiva en el mercado interior o en una parte sustancial del mismo, aunque ahora, en particular, trata de determinar si la concentración crearía o fortalecería una posición dominante.

Ahora bien, en su versión actual, el Reglamento de concentraciones solo se aplica a las “concentraciones”. Estas se definen como adquisiciones de control por una o varias personas o empresas de una o más empresas o partes de empresas.

En la actualidad, cuando la adquisición de una participación minoritaria no guarda relación con la adquisición del control, la Comisión no puede investigar o intervenir contra ella.

Esto se debe a que el Reglamento 139/2004 articula la competencia de las respectivas autoridades para analizar operaciones de concentración en torno al concepto de cambio de control, por lo que solamente se producirá una concentración económica cuando tenga lugar un cambio estable en la estructura de control de una o varias empresas. El concepto de control relevante a efectos de la determinación de la competencia de las autoridades se refiere a la capacidad de la empresa adquirente para ejercer una influencia decisiva en la política comercial de la empresa objetivo⁸¹.

Sin perjuicio de lo anterior, la Comisión Europea ha analizado el caso de las PMC bajo tres supuestos: (i) la aplicación del actual artículo 101 TFUE⁸²; (ii) la aplicación del artículo 102 TFUE en investigaciones por infracciones al mismo; y (iii) mediante la investigación de participaciones minoritarias preexistentes en el marco del análisis de operaciones de concentración y compromisos de desinversión.

4.2.1. Aplicación del artículo 101 TFUE.

El artículo 101 TFUE establece que serán incompatibles con el mercado interior y quedarán prohibidos todos los acuerdos entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre los Estados

⁸¹ Folguera Crespo; Gutiérrez Hernández y Arranz Fernández (2015), *Desarrollos Recientes en Control de Concentraciones. Regulación de Las Participaciones Minoritarias*, pag. 14.

⁸² Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, Versión consolidada, C 326/47, Diario Oficial de la Unión Europea del 26-12-2012, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=FR> el 13-05-2020.

miembros y que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado interior.

Aplicado a las PMC, se puede afirmar que si bien un contrato de compraventa de acciones puede considerarse un acuerdo, esta conclusión no resulta tan obvia en aquellos supuestos en los que la participación minoritaria se adquiere mediante sucesivas adquisiciones de instrumentos de capital en mercados negociados o para el caso de la escritura de constitución de una empresa, cuyo objetivo suele ser determinar la gobernanza corporativa de la empresa y la relación entre esta y sus accionistas⁸³.

En este sentido, y con carácter previo a la entrada en vigor del Reglamento 4064/89, la Comisión y, posteriormente, el Tribunal de Justicia, analizaron en el asunto Philip Morris la adquisición de una participación minoritaria de acuerdo con lo previsto el artículo 101 TFUE (entonces artículo 85 del TCE)⁸⁴. En el mencionado asunto, ante las denuncias presentadas por dos competidores de Philip Morris (British-American Tobacco y R. J. Reynolds Industries), la Comisión declaró que la compra por parte de Philip Morris del 30,8 % del capital social de su competidor Rothmans no era contraria a los artículos 85 y 86 del TCE. Dicha declaración fue adoptada de acuerdo con los compromisos de Philip Morris de no nombrar miembros del consejo de administración de Rothmans y de establecer las habitualmente denominadas “murallas chinas”, que imposibilitaran el traspaso de información confidencial sensible que pudiera condicionar el comportamiento de Philip Morris en el mercado.

Las empresas que habían denunciado la operación formularon sendos recursos ante el Tribunal de Justicia contra la decisión de la Comisión que declaró que no se había producido una infracción de los artículos 85 y 86 TCE. En su sentencia, el Tribunal de Justicia confirmó la decisión de la Comisión al entender que los acuerdos no contenían ninguna provisión en relación con la cooperación comercial de las compañías y debido a que habían acordado no intercambiar información comercial sensible. El Tribunal de Justicia analizó los posibles efectos que se derivarían de una adquisición de control por parte de Philip Morris que, actualmente, estaría cubierta por el Reglamento 139/2004. También analizó la compatibilidad de la operación con el artículo 85 TCE en relación con determinados efectos potenciales que estarían causados por la adquisición de la

⁸³ Libro Blanco (2014), Bruselas, consultado en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/ES/1-2014-449-ES-F1-1.Pdf> el 13-05-2020.

⁸⁴ Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta), de 17-11-1987, en los asuntos acumulados 142 y 156/84, BAT/Reynolds c. Comisión, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61984CJ0142> el 29-05-2020.

participación minoritaria y, en concreto, por la presencia de representantes de Philip Morris en el consejo de administración de Rothmans y por el potencial intercambio de información sensible. En relación con las adquisiciones de participaciones minoritarias, el Tribunal de Justicia aclara en este asunto que este tipo de operaciones no son restrictivas de la competencia por sí mismas, pero pueden servir como un instrumento de distorsión al influir en los comportamientos competitivos de las partes. Concretamente dice que el artículo 85 TCE se aplica a las adquisiciones minoritarias siempre que puedan servir como un instrumento para influenciar la conducta comercial de las compañías en cuestión de forma tal que restrinjan la competencia. Ello se satisface si:

- a) El adquirente obtiene el control de hecho o derecho sobre la empresa objeto;
- b) El acuerdo otorga al adquirente la posibilidad de reforzar su posición de manera que, posteriormente en el tiempo, y de manera eventual, le otorgue efectivo control de la empresa objeto;
- c) El acuerdo provea o cree una estructura que sea usada para la cooperación comercial entre las partes;
- d) Asuma que la adquisición minoritaria requiere que las firmas tomen en consideración sus intereses colectivos cuando determinen sus políticas comerciales.

Es de notarse que los puntos (a) y (b) refieren a lo que ahora ingresa en el control de fusiones en la Unión Europea, mientras que solo los puntos (c) y (d) ingresarían puramente en la aplicación del actual artículo 101 TFUE para PMC.

Es decir, pese a que el artículo 101 TFUE puede resultar de utilidad para analizar determinadas operaciones que escapan del ámbito de aplicación del Reglamento 139/2004, el análisis de los efectos potenciales deberá llevarse a cabo caso a caso. En concreto, el fallo afirmó que la presencia en los órganos de administración de competidores puede resultar perjudicial dada la capacidad de ejercer influencia sobre las actividades de la compañía –aunque por debajo del estándar aplicable a las adquisiciones de control– o debido a la facilitación de los intercambios de información sensible.

Con posterioridad a la Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto Philip Morris, la Comisión ha analizado en varias ocasiones los efectos derivados de las situaciones de participaciones minoritarias o de directivos cruzados a la luz del artículo 101 TFUE,

probando de este modo la posibilidad de recurrir al mencionado artículo para suplir las deficiencias del sistema de control de concentraciones⁸⁵.

Además como advierte la propia Comisión Europea en su Libro Blanco las teorías del daño derivado de las adquisiciones de participaciones minoritarias son similares a las derivadas de las adquisiciones de control, a saber, efectos horizontales, no coordinados y verticales.

La limitación viene adicionalmente dada porque el artículo 101 TFUE será de aplicación a la situación posterior a la adquisición de la participación en aquellos casos en los que la presencia de representantes de una empresa en los órganos de administración de otra sea utilizada como plataforma de un intercambio ilegítimo de información.

4.2.2. Aplicación del artículo 102 TFUE.

El artículo 102 del TFUE condena “...en la medida en que pueda afectar al comercio entre los Estados miembros, la explotación abusiva, por parte de una o más empresas, de una posición dominante en el mercado interior o en una parte sustancial del mismo”⁸⁶.

Ahora bien, el propio Libro Blanco de la Comisión Europea⁸⁷ también indica que la aplicación de esta norma a las PMC puede ser insuficiente en tanto para que la Comisión pueda intervenir aplicando el artículo 102 del TFUE, el comprador de la participación minoritaria tendría que estar en una posición dominante, y la adquisición debería constituir un abuso. En consecuencia, las circunstancias en las que la Comisión puede intervenir contra el perjuicio a la competencia derivado de las adquisiciones de participaciones minoritarias serían, por lo tanto, muy reducidas.

Sin perjuicio de lo anterior, en el año 1973 el Tribunal de Justicia reconoció la posibilidad de aplicar el artículo 102 TFUE a las concentraciones económicas. Así, en el asunto Continental Can, estableció que el fortalecimiento de una posición de dominio puede considerarse un abuso con independencia de los mecanismos utilizados para su consecución. El asunto sobre el que resolvió el Tribunal de Justicia trataba sobre la

⁸⁵ Véanse, entre otras, las Decisiones de la Comisión Europea en los asuntos Nros. IV/33.440 Warner-Lambert/Gillette y otros, y IV/33.486 BIC/Gillette y otros, 10-11-1992, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A31993D0252> el 29-05-2020; IV/34857 – BT/MCI, 27-07-1994, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A31994D0579> el 29-05-2020; y IV/34410 – Olivetti/Digital, 11-11-1994, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A31994D0771> el 29-05-2020.

⁸⁶ TFUE (2012), ob. cit., pag. 43.

⁸⁷ Libro Blanco, Bruselas, 9.7.2014, ob. cit., pag. 13.

adquisición por parte de Continental Can de, aproximadamente, el 80% del capital social de un competidor⁸⁸.

Si bien a la operación de la que conoció el Tribunal de Justicia en Continental Can actualmente resultaría de aplicación lo previsto en el Reglamento 139/2004, la posible aplicación del artículo 102 TFUE a las adquisiciones de participaciones en competidores resulta de especial relevancia por su aptitud para cubrir parte de los supuestos a los que no resulta de aplicación el artículo 101 TFUE. En concreto, la aplicación del artículo 102 TFUE no requiere que la operación sea considerada un acuerdo, ni que ambas partes tengan la consideración de empresas.

Las participaciones minoritarias y la presencia de directivos en los órganos de administración de empresas competidoras también pueden estar sujetas a la aplicación del artículo 102 TFUE en aquellos casos en los que se dé una situación de posición de dominio colectiva. Al objeto de afirmar si existe tal posición, debe analizarse si existen vínculos económicos entre las empresas que se presumen colectivamente dominantes⁸⁹. Los vínculos estructurales que suponen las participaciones minoritarias y la presencia de directivos en los órganos de administración de competidores pueden ser considerados como vínculos económicos que facilitan la coordinación de los comportamientos de las partes. Así, la creación de vínculos adicionales puede conllevar un fortalecimiento de la posición de dominio colectiva y, por tanto, habilitar la aplicación del artículo 102 TFUE.

4.2.3. Análisis de participaciones minoritarias preexistentes en expedientes de control de concentraciones.

La Comisión Europea puede intervenir en las adquisiciones de PMC cuando analizan expedientes de concentraciones donde sí se confiere el control y existe una participación minoritaria preexistente de una de las partes. Por ejemplo, la Comisión puede intervenir si la empresa en la que una parte tiene una participación minoritaria es competidora de la otra empresa parte de la concentración.

⁸⁸ Sentencia del Tribunal de Justicia, 21-02-1973, asunto 6/72, Europemballage Corporation y Continental Can Company Inc. contra Comisión de las Comunidades Europeas, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A61972CJ0006> el 29-05-2020.

⁸⁹ Esto es algo que podemos entender de la lectura de la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Quinta), de 16 de marzo de 2000, en los asuntos acumulados C-395 y 396/96-P, Compagnie maritime belge transports SA (C-395/96 P), Compagnie maritime belge SA (C-395/96 P) y Dafra-Lines A/S (C-396/96 P) contra Comisión de las Comunidades Europeas., consultada en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A61996CJ0395> el 29-05-2020.

La mayoría de los casos de participaciones minoritarias está directamente conectada con el control de fusiones. Consiste así en un control ex post⁹⁰, dentro de un mayor análisis, donde la Comisión le solicita la desinversión o disolución de los vínculos estructurales o personales que pudieron tener las partes post operación, como una condición para aprobar la operación que se somete a consideración. El artículo 6 (2) para la Fase I y el artículo 8 (2) para la Fase II se refieren a esta situación.

Así dice el artículo 8 (4) del Reglamento comunitario de concentraciones⁹¹ que: *“...Cuando la Comisión compruebe que una concentración: a) ya ha sido ejecutada y dicha concentración ha sido declarada incompatible con el mercado común... podrá: — exigir a las empresas afectadas, que disuelvan la concentración, en particular mediante la disolución de la fusión o la enajenación de todas las acciones o activos adquiridos, de tal manera que quede restablecida la situación previa a la ejecución de la concentración. Si las circunstancias no permiten el restablecimiento de la situación previa a la ejecución de la concentración, mediante la disolución de la misma, la Comisión podrá adoptar cualquier otra medida apropiada para lograr tal restablecimiento en la medida de lo posible, — ordenar cualquier otra medida apropiada para garantizar que las empresas afectadas disuelvan la concentración o adopten cualesquiera otras medidas encaminadas a restablecer la situación previa, conforme a lo dispuesto en su decisión. En los casos correspondientes a la letra a) del primer párrafo, las medidas a que se refiere dicho párrafo podrán establecerse por medio de una decisión con arreglo al apartado 3 o mediante una decisión aparte”*.

En esos casos la Comisión (la Corte General y la Corte de Justicia) deberán decidir cuántos pasos tiene la operación hasta considerar que hay adquisición del control de la empresa objeto, así como el nivel de participaciones adquiridas que queda debajo de la obligación.

En relación al primer punto, el Considerando 20 del Reglamento citado dice que: *“...Es preciso, además, considerar como una sola concentración transacciones estrechamente conectadas por estar relacionadas mediante condición o adoptar la forma de una serie*

⁹⁰ Porque se supone que la participación minoritaria ya había sido adquirido por una de las empresas ahora interviniente en la operación que es sujeta al control.

⁹¹ REGLAMENTO (CE) No 139/2004 DEL CONSEJO de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004R0139&from=EN> el 19-05-2020.

de transacciones sobre títulos mobiliarios realizadas en un plazo razonablemente corto de tiempo”.

En este sentido, dice el párrafo 48 de las Comunicaciones consolidadas en materia de competencia de la Comisión Europea⁹² que: *“El considerando 20 del Reglamento de concentraciones explica además que también se producirá una única concentración en los casos en que el control sobre una empresa se adquiera mediante una serie de transacciones de títulos mobiliarios de uno o varios vendedores que se produzca en un plazo de tiempo razonablemente corto. En estos supuestos, la concentración no se limita a la adquisición de la acción «única y decisiva» sino que abarcará todas las adquisiciones de títulos mobiliarios que se produzcan en el plazo de tiempo razonablemente corto”.* Adicionalmente, establece el párrafo 50 que *“Si se producen dos o más transacciones (cada una de las cuales da lugar a una adquisición de control) en un periodo de dos años entre las mismas personas o empresas, se considerarán como una única concentración, independientemente de que dichas transacciones tengan que ver con partes de la misma empresa o afecten al mismo sector”.*

Ahora bien, si la operación no fue implementada entonces no puede ser disuelta. Esto significa que en caso de que el último paso de una operación prohibida (por ej. la adquisición de la tenencia que otorga el control o la influencia decisiva sobre el objeto) no está implementada, entonces todos los pasos anteriores (esto es, la adquisición de participaciones minoritarias no controlantes) no pueden ser desafiadas por la decisión de la Comisión⁹³.

En ese mismo sentido, si la participación minoritaria se adquiere con posterioridad a la investigación de la Comisión, la Comisión no tiene competencia para hacer frente a los posibles problemas de competencia que se deriven de ella a pesar del hecho de que los problemas de competencia derivados de la participación minoritaria puedan ser similares a los que surjan cuando se ha adquirido el control.

4.3.Reino Unido.

⁹² Comunicación consolidada de la Comisión sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, realizada de conformidad con el Reglamento (CE) no 139/2004 del Consejo, sobre el control de las concentraciones entre empresas (2008/C 95/01), consultada en <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:095:0001:0048:ES:PDF> el 19-05-20.

⁹³ Decisión de la Comisión Europea, de 27 de junio de 2007, en el asunto COMP/M.4439 – Ryanair/Aer Lingus, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m4439_20070627_20610_en.pdf el 29-05-2020. Volveré en detalle sobre este punto más adelante.

A diferencia de lo que ocurre en otras jurisdicciones cabe en primer lugar advertir que el control de concentraciones económicas en Reino Unido se rige por un sistema de autoevaluación y notificación voluntaria. Es decir, no existe una obligación de notificar las operaciones a la autoridad de competencia en función del cumplimiento de umbrales, sino que corresponde a las partes evaluar si una operación puede ser problemática. Las partes suelen recurrir a la notificación voluntaria para obtener certidumbre sobre la compatibilidad de la operación con las normas de defensa de la competencia, puesto que la autoridad está legitimada para analizar cualquier operación (con independencia de que haya sido notificada o no) que, a su juicio, pueda afectar negativamente a la competencia. Debido a que no existe una obligación de suspender la ejecución de la operación, la autoridad podrá imponer compromisos en relación con operaciones que ya hayan sido ejecutadas o, incluso, prohibirlas.

Advertencia anterior efectuada, se puede observar –sin embargo– que el inciso (3) del artículo 26 de la Enterprise Act del 2002 establece que las adquisiciones de participaciones minoritarias que no resulten en una adquisición de control podrán ser analizadas por la Competition & Markets Authority cuando confieran influencia significativa (material influence) sobre las actividades de la empresa adquirida⁹⁴. Es una de las pocas plazas del mundo donde está así expresamente previsto el análisis de las PMC en la legislación vigente.

El concepto de “influencia significativa” es menos exigente que el de “influencia decisiva”, que resulta relevante a los efectos de determinar la adquisición de control. La autoridad ha venido considerando que una participación minoritaria puede otorgar influencia significativa cuando se adquiera un 15% o más del capital social y, adicionalmente, se den otros criterios cualitativos que indiquen que existe tal influencia. Entre ellos cabe destacar el grado de la distribución del capital social entre el resto de socios, el historial de participación en las juntas de socios o la existencia de derechos de veto⁹⁵.

⁹⁴ Artículo 26 del Enterprise Act 2002 del Reino Unido consultado en <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2002/40/section/26> el 14-05-2020. Puntualmente dice el texto en su redacción original “*A person or group of persons able, directly or indirectly, to control or materially to influence the policy of a body corporate, or the policy of any person in carrying on an enterprise but without having a controlling interest in that body corporate or in that enterprise, may, for the purposes of subsections (1) and (2), be treated as having control of it.*”

⁹⁵ Office of Fair Trading (OFT), Mergers – Substantive Assessments Guidance (2003), consultado en <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/555de40de5274a74ca0000eb/oft516.pdf> el 14-05-2020, pag. 9.

4.4.Japón.

Japón es un pionero en establecer el control de PMC. Así ya en el Capítulo IV de la Ley de Prohibición de los Monopolios Privados y de Mantenimiento de la Libre Competencia, del 14 de abril de 1947, prevé, cuando se cumplen determinados umbrales, la obligación de obtener autorización de la autoridad con carácter previo a la ejecución de la operación en relación con adquisiciones minoritarias que no otorguen control siempre que sean mayores al 20% de los derechos a voto⁹⁶.

Establece por su parte, un listado de requisitos específicos de notificación para la adquisición de participaciones minoritarias en compañías de determinados sectores. Por ejemplo, no podrán adquirirse participaciones superiores al 5% del capital social de empresas presentes en los mercados bancario o de seguros⁹⁷.

4.5.Canadá.

La Competition Act de Canadá⁹⁸ establece que la creación de vínculos estructurales está sujeta al análisis de control de concentraciones si, con motivo de tal operación, se adquiere un interés significativo. Es posible que se adquiriera un interés significativo mediante adquisiciones de participaciones del 10% del capital social o, incluso, en ausencia de participaciones en el capital social si, por vía contractual o por cualquier otro medio, se permite ejercer una influencia significativa sobre las actividades de otra empresa. En cualquier caso, la obligación de notificación previa en Canadá aplica a la creación de vínculos estructurales mediante la adquisición del más del 20% en sociedades cotizadas o más del 35% en sociedades no cotizadas, con independencia de tal adquisición confiera o no control sobre las actividades de la empresa⁹⁹.

4.6.República Federal de Alemania.

La Ley de Restricciones contra la competencia de Alemania establece que las adquisiciones de participaciones minoritarias podrán ser consideradas concentraciones y, por tanto, investigadas por el Bundeskartellamt, con independencia de que otorguen o no control a su adquirente, siempre que: (1) se adquiriera más del 25 % del capital social de

⁹⁶ Sinichiro Abe, Akira Inoue, Junya Ae and Michio Suzuki, Antitrust and Competition in Japan, consultado en <https://globalcompliance.com/antitrust-and-competition/antitrust-and-competition-in-japan/> el 14-05-2020.

⁹⁷ Folguera Crespo; Gutiérrez Hernández y Arranz Fernández (2015), ob. cit., pag. 27.

⁹⁸ Competition Act de Canadá, consultada en <https://laws.justice.gc.ca/eng/acts/C-34/index.html> el 14-05-2020.

⁹⁹ Artículo 110, inciso 3.b. puntos (i) y (ii).

una compañía y (2) permita a una o varias empresas ejercer directa o indirectamente una influencia competitiva significativa sobre otra empresa¹⁰⁰.

Si estas operaciones cumplen los umbrales de volumen de negocios previstos en el artículo 37 de la Ley contra las Restricciones de la Competencia, deberán ser notificadas al Bundeskartellamt pese a que no se produzca un cambio en la situación de control de la compañía.

4.7. República de Chile.

El actual Decreto Ley N° 211, reformado por la Ley N° 20.945, incorporó la notificación previa y obligatoria de ciertas operaciones de concentración a la Fiscalía Nacional de Chile, siempre que “...dos o más agentes económicos que no formen parte de un mismo grupo empresarial y que sean previamente independientes entre sí, cesen en su independencia...”¹⁰¹.

De esta forma solo serán analizadas en forma previa las adquisiciones de PMC en la medida que se den ciertos umbrales objetivos¹⁰² y se verifique el cambio en la naturaleza del control de la empresa.

La Fiscalía Nacional de Chile indicó que la normativa chilena sobre defensa de la libre competencia se encuentra estructurada bajo un tipo general que pretende englobar los diversos atentados que pueden afectarla (art. 3 del Decreto Ley N° 211, inciso primero), seguido de una serie no exhaustiva de descripciones típicas de conductas que lesionan la libre competencia. La amplitud del tipo general contenido en el artículo 3 del Decreto Ley N° 211 permite controlar toda forma de comportamiento (“hecho, acto o convención”) que, realizada individual o colectivamente, bien lesione el bien jurídico protegido por la libre competencia (“impida, restrinja o entorpezca”), o bien lo pongan en riesgo (“tienda a producir dichos efectos”)¹⁰³. Así toda conducta cuyo daño a la competencia o riesgo para la misma supere sus eficiencias, se encuentra sujeta a la aplicación del Decreto Ley N° 211, respetando siempre el principio de proporcionalidad entre el daño y el remedio; y esto, incluye las PMC.

¹⁰⁰ Artículo 37 de la Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, 26-07-2011, consultada en <https://www.gesetze-im-internet.de/gwb/> el 14-05-2020.

¹⁰¹ Decreto Ley N° 211, versión refundida año 2016, consultado en https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2010/12/DL_211_refundido_2016.pdf el 15-05-2020, pag. 39.

¹⁰² Ver artículo 48 del DL 211, ob. cit., pag. 39.

¹⁰³ FNE, Participaciones Minoritarias y Directores Comunes Entre Empresas Competidoras, (2013), consultado en <https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2017/10/Participaciones-minoritarias.pdf> el 15-05-2020, pag. 47.

4.8. República Federativa de Brasil.

La Ley N° 8884/1994 de Brasil¹⁰⁴ establece que solo son notificables los actos de concentración donde una parte obtenga el control (o gane influencia relevante) sobre el objeto.

De esta manera la adquisición de PMC no es considerado, per se, un acto sujeto a una notificación previa y obligatoria¹⁰⁵.

Sin perjuicio de ello, en el caso TELEFÓNICA/TELECOM¹⁰⁶ el Consejo Administrativo de Defensa de la Economía (CADE) entendió que incluso una participación minoritaria pasiva puede generar problemas en la competencia, facilitando el intercambio de información, cuando se da entre competidores de un mercado.

5. Jurisprudencia internacional.

A lo largo de estas páginas he citado como fuente a varios antecedentes jurisprudenciales para poder explicar los argumentos que desarrollo. Quiero ahora sistematizar los fallos indicados, de manera esquemática, utilizando las dos plazas con mayor cantidad de precedentes judiciales y administrativos sobre el asunto que es objeto de este trabajo.

5.1. Estados Unidos de América.

A continuación analizaremos los precedentes más importantes sobre la interpretación que los juzgados de Estados Unidos le dieron a la excepción “solo para inversión” que trae la sección 7 de la Clayton Act.

En el caso Golden Grain Macaroni¹⁰⁷ de 1972 la FTC imputó a Golden Grain la violación de la sección 5 de la Federal Trade Commission Act¹⁰⁸ alegando que intentó monopolizar o mantener el monopolio en la producción y venta de pasta seca y fideos macarrones adquiriendo participaciones en otras 4 empresas que también producían esta pasta. En ese

¹⁰⁴ Mayer/Brown (2020), consultado en <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2010/11/minority-shareholding-and-antitrust-law-in-brazil> el 15-20-2020.

¹⁰⁵ Ley N° 8884/1994 de Brasil, consultada en [http://www2.congresso.gov.br/sicr/cendocbib/con5_uibd.nsf/21CF76FE617B496B052581DE0075A649/\\$FILE/Ley_N%C2%BA_8884.pdf](http://www2.congresso.gov.br/sicr/cendocbib/con5_uibd.nsf/21CF76FE617B496B052581DE0075A649/$FILE/Ley_N%C2%BA_8884.pdf) el 15-05-2020.

¹⁰⁶ Acto de N° 53500.012487/2007, 7-04-2010, consultado en https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4509873/mod_resource/content/0/Voto%20Ragazzo%20Tim-Telecom.pdf el 15-05-2020.

¹⁰⁷ Golden Grain Macaroni Company, a Corporation v. Federal Trade Commission, Corte de Apelación del Noveno Circuito, Caso Nro. 472 F.2d 882 (9th Cir. 1972), consultado en <https://www.courtlistener.com/opinion/307958/golden-grain-macaroni-company-a-corporation-v-federal-trade-commission/> el 22-05-2020.

¹⁰⁸ Federal Trade Commission Act, consultada en <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/cch/ftca.pdf> el 22-05-2020.

caso, Golden Grain tenía el 49% de las participaciones sobre Porter Scarpelli, aunque el control de la misma estaba en manos de la familia Scarpelli. La FTC dijo que dicha relación podía afectar las operaciones en el mercado de la manera en que la adquisición de participaciones “solo para inversión” no, desincentivando a Golden Grain a competir vigorosamente en ese mercado pues de esta forma podría canibalizar su participación sobre Porter Scarpelli. De ahí que dijo que cuando la inversión pueda influenciar la conducta de los participantes en el mercado, la excepción de “solo para inversión” no podía ser aplicable.

Luego, en 1975, en el caso *Anaconda Co. v. Crane Co.*¹⁰⁹, Crane trató de adquirir el 22.6% de las acciones de Anaconda. Para evitar que ello suceda, Anaconda adquirió Walworth Co., el mayor competidor de Crane, creando así estratégicamente una relación horizontal y convirtiéndose en competidor de éste. Crane, sin embargo, alegó la excepción de “solo para inversión” de la sección 7 de la Clayton Act., diciendo que: 1) Crane solo adquiriría el 22.6% de las acciones comunes de Anaconda; 2) no tendría representación en la junta de dirección de Anaconda; y 3) aplicaría la excepción de la sección 7 adquiriendo acciones sin derecho a voto para evitar cualquier lesión substancial a la competencia. Bajo estas premisas la corte entendió que Crane tenía la intención de hacer la adquisición sólo con fines de inversión y aplicó la excepción.

Posteriormente en el caso *Tracinda*¹¹⁰, tanto Tracinda como su controlante, tenían el 48% de las participaciones de MGM. Adicionalmente el controlante de Tracinda tenía el 5% de las acciones de Columbia Pictures, competidor de MGM. Cuando Tracinda anunció una oferta de compra por el 19% de las acciones de Columbia, el Departamento de Justicia¹¹¹ (DOJ) desafió la operación. La corte aceptó la aplicación al caso de la excepción de solo para inversión, rechazando las preocupaciones que tenía el estado sobre la merma en la intensidad de la competencia producto de las participaciones cruzadas entre los competidores. Para ello basó su postura en un acuerdo de accionistas que evitaba que Tracinda ejerciera control sobre Columbia o influenciara a la junta de directores.

¹⁰⁹ *Anaconda Co. v. Crane Co.*, Case Nro. 411 F. Supp. 1210, U.S. District Court for the Southern District of New York, 17-11-1975, consultado en <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/411/1210/1643097/> el 22-05-2020.

¹¹⁰ *United States v. Tracinda Inv. Corp.*, Caso Nro. 477 F. Supp. 1093, US District Court for the Central District of California, 14-09-1979, consultado en <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/477/1093/1418357/> el 22-05-2020.

¹¹¹ Department of Justice, es quien junto con la FTC efectúa el control previo de las concentraciones en Estados Unidos. El DOJ es una dependencia del Ministerio Público Fiscal, a diferencia de la FTC que depende administrativamente del Poder Ejecutivo.

Ya en la década de los 90', en el caso Gillette¹¹², Stora vendió a Eemland a nivel mundial su negocio de hojas de afeitar, que operaba bajo la marca Wilkinson Sword, competidor de Gillette. Gillette, le compró el 22.9% de las acciones sin derecho a voto y aproximadamente el 13.6% de la deuda de Eemland, celebrando además un contrato para utilizar la marca Wilkinson Sword en el resto del mundo (salvo Europa y Estados Unidos). El DOJ desafió la transacción y logró que Eemland se quedara con la propiedad y operación de la marca Wilkinson Sword en Estados Unidos. Además, le prohibió a Gillette que a través de sus acciones minoritarias en Eemland ejerciera cualquier tipo de influencia sobre el negocio u operaciones de Eemland en Estados Unidos. Adicionalmente, prohibió a Gillette que aumentara sus participaciones o permitiera de cualquier forma la comunicación para coordinar precios con Eemland en el negocio de hojas de afeitar. Permitió, sin embargo, que Gillette conservara su participación minoritaria en Eemland, dado que ambas partes habían alegado que eran pasivas y las limitaciones impuestas aseguraban que no habría un daño en la competencia.

Posteriormente, en el caso Time Warner/Turner¹¹³ donde se fusionaban Time Warner y Turner, TCI, un competidor de Time Warner, cambió su porcentaje en Turner que era de aproximadamente el 24% por un 9% de Time Warner, con la posibilidad de llegar a tener el 18% de las acciones con derecho a voto. La FTC entendió que TCI podría influir en las decisiones competitivas de Time Warner y afectar así su modo de competir. Concretamente la FTC entendió que la participación financiera de TCI en Time Warner iba a hacer que las dos firmas compitan menos vigorosamente en el mercado de TV por cable. TCI no competía directamente con Time Warner, sino que lo hacía a través de una subsidiaria a la cual controlaba con menos del 100% de las participaciones de interés. De acuerdo a lo explicado anteriormente eso podría haber hecho que los efectos anticompetitivos desde el punto de vista de la conducta unilateral de TCI respecto de sus incentivos para competir, fuera más gravosa producto de la dilución de sus participaciones. La FTC además pensó que esas participaciones minoritarias podrían facilitar la coordinación vertical de ambas empresas para cerrar el mercado verticalmente a sus competidores aguas abajo. El caso fue resuelto mediante un compromiso, donde

¹¹² US vs. The Gillette Company, Wilkinson Sword, Inc., Stora Koppabergs Bergslags AB y Eemland Management Services BV, Civil Action N° 90-053-TFH, US District Court of Columbia, 25-07-1990, consultado en <https://www.justice.gov/atr/case-document/file/931236/download> el 22-05-2020.

¹¹³ FTC vs. Time Warner, Inc., Docket No. C-3709, 7-02-1997 (solo demanda pues el caso terminó en un acuerdo extrajudicial), consultado en <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/cases/1997/02/c3709cmp.pdf> el 25-05-2020.

TCI limitó voluntariamente sus participaciones en Time Warner a un aproximado 9% de las acciones sin derecho a voto. La FTC entendió así que TCI no tendría ni control, ni influencia ni incentivos a actuar de la manera que descrita con esa participación minoritaria. Se observa, sin embargo, que la reducción en la participación minoritaria y sus limitaciones a poder ejercer cualquier tipo de influencia sobre Time Warner, no eliminaron completamente el problema antes descrito respecto de los incentivos que genera este tipo de participaciones de mero interés por parte de las controlantes del objeto. Luego, en la adquisición por parte de US West de Continental Cablevision¹¹⁴, la última tenía el 20% de las participaciones de TCG, un competidor de US West, pudiendo además designar dos directores y teniendo acceso a información sensiblemente competitiva. El DOJ requirió que US West desinvierta la totalidad de su participación en TCG en un plazo de 2 años, aunque para el momento en que la orden fue emitida, US West ya tenía solo el 11% y había renunciado a sus dos asientos en la junta de dirección. El DOJ además prohibió que US West pudiera en el futuro designar directores así como acceder a información competitivamente sensible. Su visión era que la mera participación a través de participaciones minoritarias pasivas podía violar la Sección 7 de la Clayton Act. El DOJ expresó su preocupación a través de dos efectos: en primer lugar suponía que US West tenía incentivos para actuar en forma unilateralmente anticompetitiva pudiendo aumentar sus precios, dado la recaptura de ganancias a través de su participación en las ventas de TCG; en segundo lugar, a través de la información sensible que obtendría al poder designar directores. El DOJ no señaló, sin embargo, la posibilidad de utilizar esas participaciones como medio para alentar a sus competidores a competir menos agresivamente.

Después en el caso AT&T/TCI¹¹⁵, TCI tenía aproximadamente el 24% de Sprint, un competidor de AT&T. El DOJ entendió que esa participación, aun cuando no otorgaba el control, podría lesionar la competencia, generando incentivos a competir menos agresivamente. El caso llegó a un acuerdo donde TCI bajó su participación a no más del 10% en tres años y a cero en cinco años. El caso define claramente los dos efectos que produce la PMC para los incentivos a la hora de aumentar precios o disminuir calidad: por un lado el aumento de los precios genera más ganancias de los clientes que continúan

¹¹⁴ United States v. U S West, Inc., Federal Register, Vol. 61, No. 223, pag. 58.703, 18-11-1996, consultado en <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1996-11-18/pdf/FR-1996-11-18.pdf> el 25-05-2020.

¹¹⁵ United States v. AT&T Corp., Corte del Distrito de Columbia, Caso No. 98-3170, del 30 de diciembre de 1998, consultado en <https://www.justice.gov/atr/case-document/competitive-impact-statement-40> el 25-05-2020.

comprando el bien. Pero por otro lado, genera que se pierdan ventas que se desvían al competidor que no aumentó. La firma que tenga PMC está en mejor posición de las que no la tiene, porque –al hacer su cálculo maximizador- considera el recupero que tiene de las pérdidas por los clientes que pierde, en el porcentaje de la ganancia que obtiene de la participación de interés en su competidor. Eso aumenta el punto en donde su nivel de maximización es redituable y le genera incentivos para competir de una manera menos agresiva, que de otra forma no tendría.

Tiempo después en el caso AT&T/MediaOne¹¹⁶ se llegó a la misma conclusión. En este caso AT&T tenía el control sobre Excite@Home, un competidor de Road Runner, donde MediaOne tenía el 34% de su controlante.

En 2005 en el caso Dairy Farmers of America¹¹⁷ (DFA), DFA tenía un 50% de las acciones en National Dairy Holding (NDH) y adquirió el 50% de las acciones del principal competidor de NDH, Southern Belle Dairy. Ambos eran los únicos proveedores de leche en cartón para muchas de las escuelas de distrito de los Estados Unidos. La adquisición no creaba eficiencias y DFA alegaba que ambas empresas iban a operar en forma independiente post operación. El DOJ alegó que la situación generaría fuertes incentivos unilaterales por parte de DFA para reducir la competencia. El caso concluyó con una reestructuración de las participaciones que tenía DFA llevándolas a una situación de no control y sin derechos a voto.

Lo interesante es que el DOJ nombró como parte de teoría del daño la posibilidad de que tal PMC podría generar una coordinación tácita entre las empresas.

La Corte de Distrito dijo que al eliminar el control, el derecho a voto o la influencia, el resto de efectos sería muy improbable que sucedan. De esta manera, no estuvo de acuerdo con la teoría de los efectos unilaterales, en la medida que el control o la influencia no existieran. Dijo que *“...debe existir un mecanismo por el cual los alegados efectos adversos productos de la participación minoritarias no controlante por parte de DFA en Southern Belle se manifiesten...”* dado que *“...cada inversor, por muy pequeña que sea su participación, tiene el incentivo para obtener mayores ganancias y hasta, tal vez, comunicarse con la gerencia por tal cuestión... pero no es obvio donde se establece la*

¹¹⁶ United States v. AT&T Corp., Corte del Distrito de Columbia, Caso Civil No. 00-CV-1176, del 25 de mayo de 2000, consultado en <https://www.justice.gov/atr/case/us-v-att-corp-and-mediaone-group-inc> el 25-05-2020.

¹¹⁷ United States v. Dairy Farmers of Am., Inc., Corte de Apelación del 6to. Circuito, Caso Civil No. Civ.A. 03–206KSF, del 25-10-2005, consultado en <https://casetext.com/case/us-v-dairy-farmers-of-america-inc> el 25-05-2020.

probabilidad de que se generen efectos anticompetitivos de manera que viole la Sección 7”¹¹⁸. En la apelación la Corte de Apelación confirmó la tesis de la Corte de Distrito aunque matizó la interpretación que la sola falta de influencia o control impide la violación a la Sección 7. La decisión terminó ordenando a DFA que complete la desinversión de todas sus participaciones en una de las dos plantas de leche, que ya había comenzado disminuyendo las mismas en Southern Belle.

Finalmente, también se obligó a desinvertir las PMC en el caso Clear Channel¹¹⁹. Allí Bain y THL querían adquirir el 70% de las acciones de Clear Channel. A su vez, ellos tenían el 25% de las acciones con derecho a voto y posibilidad de nombrar 2 de 8 directores de CMP. Adicionalmente, THL tenía el 20% de las acciones y el 14% de los derechos de voto, con posibilidad de nombrar a 3 de 17 directores de Univision. CMP y Univision eran dos de los principales competidores de Clear Channel. El DOJ alegó que dicha adquisición podría causar efectos unilaterales y coordinados. Esto generó que a la desinversión de las participaciones en ambos CMP y Univision.

5.2. Unión Europea.

Ya en el año 1991, la Comisión expresó su preocupación sobre determinadas participaciones minoritarias en el asunto Alcatel/Telettra¹²⁰. La operación de concentración consistía en la compra por parte de Alcatel de una participación de control del 69,2% en Telettra y, al mismo tiempo, Telettra adquiriría la totalidad del capital social de Alcatel Face Spa, una filial de Alcatel. En este asunto, la Comisión analizó los vínculos estructurales derivados de las participaciones minoritarias de las que era titular Telefónica tanto en Telettra como en una filial de Alcatel. De acuerdo con la investigación de la Comisión, estas participaciones constituían una barrera para otros competidores dada la posición significativa de las partes en el mercado español. Frente a esta situación, Alcatel

¹¹⁸ Traducción propia del original: “*there must be some mechanism by which the alleged adverse effects in the sale of milk are likely to be brought about by DFA’s acquisition of a non-operational interest in Southern Belle... every investor, however small, has an incentive to achieve higher profits and perhaps even to communicate with management on these issues... but this obvious point does not establish the probability of anticompetitive effects that would render the investment illegal under section 7*”.

¹¹⁹ U.S. v. Bain Capital and Thomas H. Lee Partners and Clear Channel Communications, Corte de Distrito de Columbia, Caso Civil No. 1:08-cv-00245, 13-02-2008, consultado en <https://www.federalregister.gov/documents/2008/02/28/08-867/united-states-v-bain-capital-llc-thomas-h-lee-partners-lp-and-clear-channel-communications-inc> el 25-05-2020.

¹²⁰ Decisión de la Comisión Europea de 12-04-1991 en el asunto IV/M.42 – Alcatel/Telettra, Diario Oficial L 122, de 17-05-1991, pp. 48-55, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L:1991:122:FULL&from=IT> el 29-05-2020.

ofreció como compromiso la adquisición, por su parte, de las participaciones de Telefónica en su filial y en Telettra.

Más tarde en Newscorp/Telepiù¹²¹ la Comisión Europea, citando Kali und Salz¹²², Gencor v. Commission y Exxon/Mobil, dijo que cualquier decisión bajo la normativa de regulación de operaciones de concentración tiene que cubrir las transacciones en su totalidad, inclusive la adquisición de participaciones minoritarias en todos los mercados relevantes donde pueden traer un efecto adverso para la competencia, hasta en aquellos que no están directamente afectados por la operación en cuestión.

En Thyssen/Krupp¹²³, Krupp tenía el 10% de las acciones de Kone, una de las empresas competidoras de Thyssen en el mercado de escaleras mecánicas. Además de esto conservaba una opción de “first refusal”¹²⁴ y compartía directores. La Comisión tenía preocupaciones sobre el asunto pues en el mercado en cuestión había solo cuatro competidores. Esa preocupación se basó principalmente en el acceso a información sensible que podía tener Thyssen (en forma indirecta) así como la potencial facilitación para coordinar conductas a raíz de los directores comunes. Para evitar la prohibición o alguna medida en su contra, Krupp tomó la obligación de renunciar irrevocablemente a la designación de sus directores en Kone así como su derecho al first refusal. La Comisión aceptó la condición autoimpuesta y no condicionó la operación, a pesar de la participación minoritaria que seguiría existiendo.

Luego en el caso Generalli/INA¹²⁵, competidores en el mercado de seguros de Italia, la Comisión aceptó un acuerdo para que Generalli e INA vendieran sus acciones en otras compañías de seguro (como ser Fondiaria y Aurora) y en otros bancos (Banco di Napoli

¹²¹ Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.2876 Newscorp/Telepiù, 2-04-2003, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2876_en.pdf, el 16-06-2020.

¹²² Comisión Europea, asuntos acumulados C-68/94 y C-30/95 French Republic and Société commerciale des potasses et de l'azote (SCPA) and Entreprise minière et chimique (EMC) v Commission of the European Communities, 31-03-1998, consultado el 16-06-2020 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61994CJ0068>; asunto Case T-102/96, Court of First Instance, Fifth Chamber, Gencor Ltd v Commission of the European Communities, 25-03-1999, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A61996TJ0102>, el 16-06-2020; y Comisión Europea, asunto Nro. IV/M.1383, Exxon/Mobil 29-09-1999, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m1383_en.pdf, el 16-06-2020.

¹²³ Comisión Europea, asunto Nro. IV/M.1080, Thyssen/Krupp, 2-06-1998, Diario Oficial de Comunicaciones Europeas, pag. C252/7, consultado el 16-06-2020 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1998:252:FULL&from=EN>.

¹²⁴ El derecho de tanteo o first refusal es la capacidad de una persona de exigir a otra, con relación a la compraventa de un bien concreto, que se lo venda a él por el precio que ya tenía acordado con un tercero.

¹²⁵ Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.1712, Generali/Ina, 12-01-2000, press release consultado en https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_00_29 el 30-05-2020, decisión completa únicamente en italiano en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m1712_it.pdf, consultados el 16-06-2020.

y BNL), así como que renunciaran a sus acuerdos de distribución de dividendos referidos a los seguros de vida, auto prohibiéndose de suscribir nuevos acuerdos de ese tipo por dos años. De esta manera, consideró que la preocupación que podía existir por el intercambio de información y la influencia a los competidores, así como la posible colusión, se disipaba¹²⁶.

Posteriormente, en Allianz/Dresdner Bank¹²⁷, la Comisión advirtió que la participación que tenía la entidad resultante en uno de sus mayores grupos competidores en Alemania (Munich Re/Ergo) podía generar problemas a la competencia. En el caso las tenencias oscilaban entre un 30 y 35% de Munich Re y, dado la dispersión de los demás accionistas, le otorgaban a Allianz/Dresdner la mayoría en las reuniones de accionistas. La Comisión aceptó entonces un compromiso para que reduzcan su participación a un máximo de 20.5% en Munich Re para fines de 2003, así como una renuncia a ejercer los derechos de voto por sobre ese 20.5% desde que la Comisión tomó la decisión final en el caso.

En el caso Nordbanken/Postgirot¹²⁸, Nordbanken que era una importante banco en Suecia, adquiriría el control de Postgirot, una empresa Sueca que era dueña de una sistema de pago, cuyo único competidor en el mercado Sueco era Bankgirot. Nordbanken tenía el 27% de las acciones de Bankgirot y, si bien esto no le otorgaba el control de la entidad, sí tenía derecho a nombrar directores, acceder a información confidencial y vetar ciertas decisiones sobre temas de seguros. La Comisión entendió que no había control pero sí dijo que esas tenencias le otorgaban una influencia fuerte que era suficiente para reducir la competencia entre los únicos dos proveedores del servicio de pago a distancia en Suecia, aumentando además la posibilidad de una conducta concertada entre estos competidores, dada la naturaleza altamente concentrada del mercado en cuestión. Para evitar una prohibición, Nordbanken se comprometió a reducir su participación en no más del 10% de las acciones de Bankgirot. Además eliminó sus directores de la junta de directores y grupos de trabajos para evitar que la información se filtrara con su competidor.

¹²⁶ Sin embargo, no tuvo en cuenta que Mediobanca SpA, era titular del 12% de Generali.

¹²⁷ Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.2431, Allianz/Dresdner Bank, 7-01-2001, Diario Oficial de la Comunidad Europea del 16-06-2001, pag. C 172/19, consultado en <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7ab1d97-1e8e-4cc7-a917-526db9e1639d> el 30-05-2020.

¹²⁸ Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.2567, Nordbanken/Postgirot, 8-11-2001, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2567_en.pdf el 30-05-2020.

Posteriormente, en el asunto Siemens/VA Tech¹²⁹, la Comisión demostró la teoría del incentivo financiero causado por la participación minoritaria en una empresa competidora, así como la problemática derivada de la presencia en los órganos de administración de directivos de la compañía y del ejercicio de los derechos de voto. En el caso analizado, Siemens, que notificó la adquisición de control sobre VA Tech, tenía una participación preexistente del 28%, que no le otorgaba control en el sentido del Reglamento 139/2004, en SMS Demag, una empresa competidora de una de las filiales de la empresa adquirida. La Comisión expresó su preocupación sobre la concentración en el mercado en el que estaba presente SMS Demag, debido a la combinación del incentivo financiero y de los derechos de información que correspondían a Siemens como accionista. En este escenario, Siemens decidió ejecutar una opción de venta de las acciones de SMS Demag, de forma que eliminó las preocupaciones de la Comisión en relación con los efectos derivados de su participación. No obstante, debido a que la venta de su participación no se había producido en el momento de la notificación de la decisión de la Comisión en el procedimiento de control de concentraciones, Siemens ofreció una batería de compromisos tendentes a evitar que, hasta el momento de la efectiva desinversión de su participación, pudiera acceder a información sensible sobre la política comercial de SMS Demag.

Referido a la aplicación del artículo 8 (4) del Reglamento de Concentraciones en 1997 la Comisión resolvió el caso Blokker/Toys 'R' Us¹³⁰, donde permitió que Blokker retenga el 20% de las participaciones en su competidor Toys 'R' Us e incluso representación en la junta de directores, alegando que ello no impediría que otro accionistas adquiriera una cantidad substancial del resto de las participaciones. Asumió también que encontrar un tercer adquirente que quiera la totalidad de las acciones de la empresa sería muy difícil y dijo que esa participación y la designación de representantes en el caso estaban destinadas a ser transitoria.

Posteriormente en Tetra Laval/Sidel¹³¹ las partes consumaron la operación basados en las reglas de la bolsa de comercio de Francia. La Comisión, sin embargo, entendió que producto de la misma se había creado una posición de dominio en el mercado de envases

¹²⁹ Comisión Europea asunto Nro. M.3653, Siemens/VA Tech, 13-07-2005, consultada en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m3653_20050713_20600_en.pdf el 30-05-2020.

¹³⁰ Comisión Europea asunto Nro. IV/M.890, Blokker/Toys 'R' Us (II), 26-06-1997 consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m890_19970626_664_en.pdf el 30-05-2020.

¹³¹ Comisión Europea asunto Nor. COMP/M.2416, Tetra Laval/Sidel, 30-01-2002 consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2416_20020130_1240_en.pdf.

PET¹³² y ordenó a Tetra que desinvertiera sus acciones en Sidel. Tetra solicitó mantener una participación minoritaria no controlante alegando que dicha operación normalmente no debería haber sido notificada ante la Comisión y que ésta no tenía jurisdicción bajo el artículo 8 (4) para ordenar la desinversión de una participación minoritaria. La Comisión no estuvo de acuerdo diciendo que el propósito de dicho artículo es restaurar las condiciones de efectiva competencia pre operación, y que dada las circunstancias actuales al momento de fallar, la retención por parte de Tetra de dichas participaciones minoritarias impedía que ello sucediera. Esto porque entendió que si Tetra retenía esa participación podía hacer menos atractiva la adquisición de dicha empresa por otro grupo frustrando el remedio ordenado. Además supuso que Tetra tendría menos incentivos para competir si conservaba la participación en cuestión.

Luego en Schneider/Légrand¹³³, la Comisión –al contrario de lo que sucedió en Tetra Laval/Sidel- permitió a Schneider retener menos del 5% de las acciones en la compañía que se le estaba prohibiendo adquirir. Para ello usó el MHHI y demostró que retener un 4% de las participaciones del competidor únicamente aumentaba en 100 puntos el índice, lo que resultó aceptable. Además dijo que la retención de ese porcentaje mínimo no dificultaba la venta de la empresa objeto de la desinversión –contrariamente de lo que argumentó en el caso anterior-.

Uno de los casos más llamativos y mediáticos en relación con el análisis de las participaciones minoritarias preexistentes y la aplicación del artículo 8 (4) del Reglamento de Concentraciones es el de Ryanair/Aer Lingus¹³⁴. En 2006, Ryanair notificó a la Comisión el lanzamiento de una oferta pública de adquisición sobre las acciones de su rival Aer Lingus. Pese a que la Comisión decidió prohibir la operación notificada, debido a los graves problemas de competencia potenciales que presentaba la operación, Ryanair mantuvo una participación minoritaria de un 29,4% en Aer Lingus. La mayor parte de esta participación había sido adquirida en bolsa con carácter previo a la notificación y la decisión de prohibición de la Comisión no incluía ningún mandato en relación con este paquete accionario.

¹³² El tereftalato de polietileno, politereftalato de etileno, polietilenotereftalato o polietileno tereftalato (más conocido por sus siglas en inglés PET, polyethylene terephthalate) es un tipo de plástico muy usado en envases de bebidas y textiles.

¹³³ Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.2283, Schneider Electric/Legrand, 30-01-2002, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2283_20020130_1240_en.pdf.

¹³⁴ Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.4439 – Ryanair/Aer Lingus, 27-06-2007, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m4439_20070627_20610_en.pdf.

Tras la adopción de la Decisión de prohibición, Aer Lingus solicitó a la Comisión que ordenara a Ryanair la desinversión de su participación minoritaria por entender que las sucesivas compras que le llevaron a ser titular de casi un 30% de las acciones debían ser consideradas la misma operación que la proyectada por la OPA que fue objeto de notificación y prohibición. A este respecto, la Comisión manifestó no ser competente para ordenar tal desinversión, debido a que no se había producido una ejecución anticipada de la operación (no estaba implementada), pues esta solamente podría tener lugar si se hubiera adquirido control sobre Aer Lingus.

El Tribunal General, en su Sentencia de 6 de julio de 2010, confirmó la Decisión de la Comisión de no intimar a Ryanair a desinvertir su participación. Ello, pese a los argumentos de Aer Lingus en relación con la capacidad que tal participación confería a Ryanair para acceder a la estrategia comercial y secretos de negocio de Aer Lingus, para bloquear acuerdos significativos o para convocar reuniones extraordinarias para revertir decisiones ya adoptadas. En febrero de 2013, la Comisión volvió a prohibir un nuevo intento de Ryanair de hacerse con el control de Aer Lingus¹³⁵.

Ante la incapacidad de la Comisión para adoptar cualquier medida en relación con la participación de Ryanair, Aer Lingus acudió a la Competition Commission del Reino Unido para que la adquisición fuera analizada de acuerdo con las normas de control de concentraciones de ese país, que permite el análisis de las participaciones minoritarias¹³⁶. La autoridad del Reino Unido confirmó que la participación otorgaba a Ryanair la capacidad de influir en la política comercial de Aer Lingus, su principal competidor en las rutas entre Gran Bretaña e Irlanda, y ordenó su desinversión de manera que Ryanair no tuviera una participación en Aer Lingus superior al 5% de su capital¹³⁷.

Este caso pone de manifiesto la incapacidad del actual sistema de control de concentraciones de la Unión Europea de hacer frente a una situación que, en opinión de la Comisión de Competencia del Reino Unido¹³⁸, planteaba serios problemas de competencia. Resulta llamativo que tal carencia fuera suplida por una de las autoridades

¹³⁵ Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.6663 – Ryanair/Aer Lingus II, 27-02-2013 consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m6663_20130227_20610_3904642_EN.pdf, el 16-06-2020.

¹³⁶ Tal y como vimos en el punto 4.3. de este trabajo.

¹³⁷ UK Competition Commission, case The Ryanair Holdings PLC and Aer Lingus Group plc, Inquiry Order, 11-06-2015 consultado el 16-06-2020 en <https://www.gov.uk/cma-cases/ryanair-aer-lingus-merger-inquiry>.

¹³⁸ Reemplazada en 2014 en sus funciones junto con la Office of Fair Trading por la Competition and Markets Authority.

nacionales de competencia que sí cuenta con un sistema de análisis y estudio de las participaciones minoritarias.

La Comisión también analizó la participación minoritaria activa preexistente de Toshiba en la sociedad Global Nuclear Fuels (GNF) en el marco de un expediente de control de concentraciones. De acuerdo con la Decisión de la Comisión en el asunto Toshiba/Westinghouse¹³⁹, la operación daría lugar a un accionista común en la empresa adquirida y en GNF. La Comisión expresó su preocupación sobre la posible utilización por parte de Toshiba de ciertos derechos de veto para impedir o limitar la expansión de GNF a ciertos ámbitos en los que podría competir con Westinghouse. También centró sus reproches en los derechos de información de Toshiba y la presencia en varios órganos de administración de GNF y sus filiales, que le permitirían obtener información comercial sensible y dificultar la expansión de GNF. Las preocupaciones de la Comisión en este caso fueron salvadas a través de varios compromisos en relación con el funcionamiento de GNF. En concreto, Toshiba renunció a cualquier representación en los órganos de administración de GNF y sus filiales, a los derechos de veto de los que gozaba en virtud del contrato de socios y a su derecho a recibir información confidencial de la compañía, a excepción de aquella estrictamente necesaria.

Finalmente, la Comisión también analizó, en el asunto IPIC/MAN Ferrostaal¹⁴⁰, los efectos no horizontales que se pueden derivar de las participaciones minoritarias en empresas verticalmente relacionadas. En este caso, la Comisión expresó su preocupación sobre el riesgo de bloqueo respecto de la única tecnología para la producción de melanina no protegida por derechos de propiedad industrial. El proveedor de esta tecnología, Eurotécnica, estaba participado en un 30% por IPIC, mientras que una de las filiales de MAN Ferrostaal era uno de los principales productores de melanina. Los amplios derechos de acceso a la información de Eurotécnica de los que gozaba IPIC fueron identificados por la Comisión como un elemento disuasorio para que otros clientes de la sociedad suscribieran acuerdos. Adicionalmente, se consideró que existía un riesgo real de que la entidad resultante influyera para que Eurotécnica aplicara una estrategia de cierre de mercado contra el principal competidor de su filial de producción de melanina. La Comisión también consideró que el alto grado de concentración en el mercado de la

¹³⁹ Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.4153, Toshiba/Westinghouse, 19-09-2006 consultado el 16-06-2020 en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m4153_20060919_20212_en.pdf.

¹⁴⁰ Decisión de la Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.540, IPIC/Man Ferrostaal AG, 13-03-2009, consultado el 16-06-2020 en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m5406_20090313_20212_en.pdf.

producción de melanina y su transparencia incrementaba el riesgo de coordinación entre los dos líderes del mercado. Para solucionar estos problemas, la notificante ofreció la desinversión completa de su participación en Eurotecnica.

En lo que hace a la aplicación del artículo 102 del TFUE podemos mencionar los casos Philips Morris¹⁴¹, Gillete¹⁴² y Olivetti/Digital¹⁴³.

El juicio de Philip Morris empezó con una denuncia de BAT y Reynolds que alegaron una incorrecta aplicación de los artículos 101 y 102 del TFUE a los acuerdos entre Phillips Morris y Rembrandt. Los hechos involucraban a varias de las 6 empresas más grandes que por entonces operaban en el mercado de cigarrillos en la Comunidad Europea. Concretamente en 1981 Philip Morris y Rembrandt acordaron comprar el 50% de las acciones de Rothmans International (con representación proporcional en la junta de directores), lo que les garantizaba tener el control conjunto de la compañía. En 1984, objeto de las objeciones que había planteado la Comisión Europea, las partes decidieron cambiar el acuerdo, bajando su porcentaje de adquisición a un 30.8% para Philip Morris y sin posibilidad de tener participación en la junta de directores. Eso le otorgaba un 24.9% de los derechos a votos de la empresa. Rembrandt se quedaba también con el 30.6% de las acciones pero con un 43.6% de los derechos a voto. Además ambas partes se quedaban con los derechos a first refusal y se comprometieron a informar cualquier aumento en las participaciones y no intercambiar información sensible que pudiera influir en la conducta de su competidor. La Comisión entendió que de esta manera, el nuevo acuerdo, no les permitía a las partes coordinar sus actividades ni le otorgaba a Philip Morris influencia sustancial sobre Rothmans.

La Corte de Justicia consideró que el artículo 101 (1) del TFUE se aplica a las participaciones minoritarias de un competidor solo si eso sirve como instrumento para influenciar la conducta comercial de las empresas en cuestión de manera que esto restrinja o distorsione la competencia en el mercado donde compiten. Este test solo resultaría aplicable si: a) el accionista minoritario adquiere el control de hecho o de derecho; b) el acuerdo le otorga al adquirente la posibilidad de obtener, en un momento

¹⁴¹ Comisión Europea, asuntos conjuntos Nros. 142 y 156/84, British-American Tobacco and R. J. Reynolds v. Commission, consultado en https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:61984CJ0142_SUM&from=DA el 17-06-2020.

¹⁴² Comisión Europea, asuntos Nros. IV/33.440 Warner-Lambert/Gillette y otros, y Nro IV/33.486 BIC/Gillette y otros, consultados en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:31993D0252> el 17-06-2020.

¹⁴³ Comisión Europea, asunto Nro. IV/34.410, Olivetti-Digital, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:31994D0771&from=en> el 17-06-2020.

posterior a la compra, el control sobre la empresa objeto; c) el acuerdo crea o refuerza una estructura que pueda ser usada por las partes para cooperar; o d) la adquisición minoritaria permite a las empresas que tomen en cuenta los intereses de la otra empresa involucrada a la hora de determinar su política comercial.

Además dijo que se tenía que tener en cuenta la política global de la empresa y el contexto económico en que se desarrolla la actividad, así como las posibilidades de que el acuerdo sea parte de una política a largo plazo entre las partes y los efectos que podría generar o que genera.

En el caso concreto la Corte entendió que el mercado era oligopólico y las barreras de entrada eran altísimas, por lo que consideró que debía prestarse especial atención en este contexto, aunque en los hechos no consideró que había suficiente evidencia para revocar la decisión de la Comisión, dado que el nuevo acuerdo no permitió obtener a Philip Morris una influencia sobre Rothmans ni determinar que las partes acuerden sus políticas comerciales.

La Corte admitió, sin embargo, que Philip Morris tenía interés en el éxito de su competidor aunque admitió su defensa de que su interés primordial era mejorar la participación de ella misma, por sobre la mejora de su competidor.

Adicionalmente, la Corte analizó la aplicación del artículo 102 del TFEU pero explicó que la adquisición de participaciones minoritarias en un competidor únicamente puede ser abusiva si la adquisición implica el control efectivo de la otra compañía o la obtención de influencia sustancial sobre su política comercial.

Cabe advertir que este fallo es anterior a la normativa que regula la notificación obligatoria y previa de las operaciones de concentración que otorguen control sobre la objeto.

Posteriormente en el caso Gillette¹⁴⁴, volvió a analizar la aplicación del artículo 102 del TFEU para el caso de adquisición de participaciones minoritarias entre competidores.

En 1989 Gillete, empresa número uno a nivel mundial en el oligopólico y con altas barreras de entradas mercado de hojas de afeitar, adquiere a través de una empresa en la que participaba, First Eamland, la división de productos de consumo masivo de Stora, incluido a Wilkinson Sword. Consecuentemente, Gillete adquiere toda las operaciones de Wilkinson en Norte América y en el resto del mundo con exclusión de la Unión Europea, que queda en manos de First Eamland.

¹⁴⁴ El análisis para Estados Unidos del mismo caso fue efectuado en el punto 5.1. de este trabajo, página 48.

En 1990 BIC y Warner Lambert, ambos competidores de Gillete, denuncian el caso ante la Comisión. Esta concluye que la participación que tiene Gillete en Eamland viola el artículo 102 del TFUE y que la adquisición del 100% de las operaciones de Wilkinson por parte de Gillete fuera de la Unión Europea violaba el artículo 101. Cabe advertir que la participación de Gillete en Eamland no le otorgaba la influencia ni el control sobre la misma. Gillete tenía acciones sin derecho a voto, no tenía representación en la junta de directores ni en el gerenciamiento ni representación en las reuniones de accionistas o acceso a la información sensiblemente competitiva. Solo tenía: a) un 22% de una acciones que solo podían ser convertidas en acciones con derecho a voto bajo ciertos limitados escenarios; b) el 13.6% del deuda total de Eamland financiada en término de mercado favorables para Gillete casos; c) ciertos derechos de preferencia y first refusal; d) un contrato de provisión, por el que Gillete adquiriría productos manufacturados de Wilkinson para re venderlos fuera de la Unión Europea y de América del Norte.; e) tenía una acuerdo de marcas para usar fuera de esas plazas el nombre de Wilkinson. Además había una serie de murallas chinas entre estas empresas producto del compromiso que habían ofrecido ante la autoridad de competencia de Estados Unidos por la fusión en dicho país.

Todo lo anterior hacía que la participación de Gillete quedara por debajo del criterio fijado por la Corte en el caso Philip Morris. Los únicos factores donde potencialmente había algún tipo de situación distinta era sobre los acuerdos que tenían entre Gillete y Eamland fuera de la Comunidad Europea.

Sin embargo, la Comisión entendió que la participación de Gillete sumado a las situaciones descritas podían efectivamente otorgarle cierta influencia sobre la actividad comercial de Eamland en violación al artículo 102, pero no respecto del artículo 101.

Así interpretó en base al precedente Philip Morris donde la Corte de Justicia usó el término “influencia” para aplicar el artículo 101 mientras que bastaba “cierta influencia” para aplicar el artículo 102, que el umbral de control necesario para gatillar la aplicación del artículo 102 era inferior al del artículo 101. De ahí que la mera participación minoritaria de Gillete en Eamland, sumada cierta influencia sobre esta última y la posición de dominio en un mercado oligopólico y con altas barreras a la entrada, implicaba la violación del artículo 102 del TFEU pero no del artículo 101.

Adicionalmente, la Comisión entendió que el acuerdo de marcas para que Gillete utilice la marca Wilkinson Sword para los mercados afuera de Estados Unidos y Europa, se hacía para diferenciar los productos de primera y segunda clase, de manera de repartirse los mercados mundiales, en violación con el artículo 101 del TFUE.

En conclusión, la Comisión obligó a Gillette a vender la totalidad de sus participaciones en Eemland así como sus créditos sobre la empresa, obligando a reasignar todo el negocio de marcas de Wilkinson Sword a dicha empresa.

Luego de este caso, la Comisión Europea entendió en el asunto Olivetti/Digital, que la adquisición del 8% por parte de Digital de las acciones sin derecho a voto de Olivetti, conjuntamente con la prohibición de no adquirir una participación superior al 10% ni celebrar ningún acuerdo de accionistas con los demás tenedores, no infringía el artículo 101 del TFUE. Incluso permitió que mantengan su representación proporcional en la junta de directores. Para ello consideró que esa participación no formaba parte de una estrategia a largo plazo para hacerse con el control de la compañía y que además el resto del capital de Olivetti estaba muy concentrado. Además entendió que, dado los hechos, la adquisición no facilitaba la coordinación.

6. Participaciones cruzadas en la República Argentina.

Al igual de lo que sucede en Europa, en nuestro país no existe una norma que específicamente regule las adquisición de participaciones minoritarias entre competidores.

Su control se ha llevado exclusivamente a través del análisis de las operaciones de concentración económica. Ya sea porque otorgan un control sobre la empresa objeto y desencadenan la obligación previa de notificar la operación o bien porque resultan como parte del grupo de empresas involucradas a la hora de analizar una operación entre otras dos empresas que motiva la notificación.

Analizaremos a continuación en el concepto de cambio de control en Argentina, para luego estudiar la Ley N° 27.442 (en adelante LDC) y las posibilidades que ésta brinda a la hora del análisis de las participaciones minoritarias.

Luego, en esta sección finalmente analizaré la jurisprudencia sobre el asunto, desarrollada por la Autoridad de Aplicación y la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia a lo largo de los años.

6.1.El concepto de control

6.1.1. Definición de toma de control. Que se debe notificar. Cuando hay cambio de control

En el análisis de control de estructuras que importa la notificación previa y obligatoria que dispone la LDC en materia de Defensa de la Competencia en la República Argentina es esencial la definición de toma de control¹⁴⁵.

Todas las operaciones que la normativa argentina prevé como de concentración económica, implican de una u otra manera el cambio de control sobre lo que es objeto de adquisición.

Es decir, ya sea que se esté hablando de activos, acciones, fusiones, etc., siempre se mantiene presente la idea de que para que exista la obligación de notificar una operación se necesita un efectivo y duradero cambio sobre el control de lo transferido.

Ahora bien, tomar el control de una empresa o activo, significa tomar las decisiones que hacen al giro ordinario de los negocios de dicha empresa o activo. Podemos también hablar de ejercer una influencia determinante o sustancial en dichas cuestiones, incluso, de compartir ese control, o influencia determinante o sustancial.

Esto es, existe una graduación en el control que se adquiere a raíz de una operación, que de mayor a menor tiene que pasar por un:

- a) Control exclusivo.
- b) Control conjunto.
- c) Influencia determinante.
- d) Influencia sustancial.

Claro está que, la influencia determinante y sustancial pueden ser ejercidas de manera exclusiva por un Grupo económico o bien de manera conjunta por dos o más Grupos económicos. Por otro lado, dice la norma, hay que mirar a los grupos económicos, no solo a las personas¹⁴⁶. El concepto de grupo económico debe buscarse en la propia LDC y sus normas complementarias. Así indican el artículo 9° de la LDC, el artículo 9° del Decreto Reglamentario N° 480/2018 y el punto F. de la Resolución SDCyC N° 40/01, cuáles son las empresas afectadas y las empresas involucradas. Ambas tienen relación con aquellas que deben tomarse en cuenta para el cálculo de volumen de negocios y determinan quien es el Grupo Económico que la Autoridad de Aplicación debe considerar para determinar y analizar las relaciones horizontales o verticales o de conglomerado que existieren como consecuencia de la operación analizada.

¹⁴⁵ En esto no hay muchas diferencias con lo que sucede en Europa.

¹⁴⁶ Humanas o jurídicas.

Es empresa afectada¹⁴⁷ para el cálculo de volumen de negocios:

- a) La empresa objeto de cambio de control;
- b) Las empresas en las que dicha empresa en cuestión disponga, directa o indirectamente:
 1. De más de la mitad del capital o del capital circulante.
 2. Del poder de ejercer más de la mitad de los derechos de voto.
 3. Del poder de designar más de la mitad de los miembros del consejo de vigilancia o de administración o de los órganos que representen legalmente a la empresa, o
 4. Del derecho a dirigir las actividades de la empresa.
- c) Las empresas que toman el control de la empresa en cuestión, objeto de cambio de control y prevista en el inciso a)¹⁴⁸;
- d) Aquellas empresas en las que la empresa que toma el control de la empresa en cuestión, objeto del inciso c) anterior, disponga de los derechos o facultades enumerados en el inciso b)¹⁴⁹;
- e) Aquellas empresas en las que una empresa de las contempladas en el inciso d) anterior disponga de los derechos o facultades enumerados en el inciso b);
- f) Las empresas en las que varias empresas de las contempladas en los incisos d) y e) dispongan conjuntamente de los derechos o facultades enumerados en el inciso b).

Como puede observarse el concepto de Grupo Económico para la LDC es mucho más amplio que el que se observa en el campo del derecho societario, limitado, según el artículo 33 de la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550 (en adelante LSC)¹⁵⁰ a definir

¹⁴⁷ Ambas denominadas “empresas en cuestión”. Ha dicho la CNDC en diversos precedentes: “Se debe entender por empresas afectadas en general, a aquellas que intervienen en la operación de concentración. Esto es, la adquirente y la adquirida. Cuando existe adquisición del control de una empresa, si bien el vendedor es una parte importante que interviene en el acuerdo de la operación, no ha de tenerse en cuenta a la hora de determinar las empresas afectadas dado que su intervención finaliza una vez consumada la operación, dejando de ejercer el control”, OPI 107 del 14/04/01, OPI 46 (confidencial) del 7/06/00, OPI 26 del 1/02/00, OPI 16 del 20/01/00 y OPI 14 del 18/01/00).

¹⁴⁸ Dice el Decreto reglamentario N° 480/2018: “A los fines de lo dispuesto por el inciso c) del artículo 9° de la Ley N° 27.442 se entenderá por 'las empresas' a todas aquellas que directa o indirectamente tomen control de la empresa en cuestión, hasta el último controlante, ascendiendo en la escala de control hasta determinar la existencia de una o más personas que dispongan del control último”.

¹⁴⁹ A los fines de lo dispuesto por el inciso d) del citado artículo, se entenderá por 'la empresa que toma el control de la empresa en cuestión' a las empresas que tomen el control directo o indirecto de la empresa en cuestión (conf. Decreto reglamentario N° 480/2018).

¹⁵⁰ Si bien se verá más en detalle en el punto que sigue, el artículo 33 de la Ley N° 19.550 prescribe: “Sociedades controladas. Se consideran sociedades controladas aquellas en que otra sociedad, en forma directa o por intermedio de otra sociedad a su vez controlada:

- 1) Posea participación, por cualquier título, que otorgue los votos necesarios para formar la voluntad social en las reuniones sociales o asambleas ordinarias;
 - 2) Ejercer una influencia dominante como consecuencia de acciones, cuotas o partes de interés poseídas, o por los especiales vínculos existentes entre las sociedades.
- Sociedades vinculadas.

a sociedades controladas y vinculadas. La diferencia de extensión es clara y está guiada por el fin protectorio de cada norma. Mientras la LSC busca proteger al capital social, evitando su licuación y en consecuencia que se desvirtúe su intangibilidad¹⁵¹, la LDC por su parte busca resguardar el interés económico general en miras de lograr el buen funcionamiento de los mercados. Resulta desde este punto de vista lógico, entonces, que ambas normas definan conceptos similares con distinta amplitud.

El control se puede adquirir, por su parte, de derecho o de hecho. En el primer caso se obtiene cuando la adquisición permite obtener el control por la forma en que se toman las decisiones del objeto de acuerdo a lo prescrito en el contrato social o en la normativa aplicable al objeto¹⁵². En el segundo caso, no existe en primer instancia facultad a raíz de la operación para tomar las decisiones que hacen al giro ordinario de los negocios del objeto, por la forma en que se toman las mismas según su estatuto de creación, sin embargo, dichas decisiones son tomadas en los hechos, es decir, en la práctica en forma exclusiva (o conjunto) por el grupo adquirente¹⁵³.

Hablar de la adquisición del control exclusivo por parte de una persona física o jurídica de un activo, negocio o empresa, no presenta mayores dificultades. Es decir, el clásico ejemplo se da cuando la sociedad Primus S.A. adquiere el 100% de las acciones de la sociedad Secundus S.A., que anteriormente estaban eran propiedad de Tercius S.A. Está claro que en este caso, el control que adquiere Primus S.A. sobre Secundus S.A., es exclusivo, pues no lo comparte con nadie.

Por su parte, no cualquier adquisición de control es susceptible de considerarse una operación de concentración económica en los términos de la LDC, sino aquellas que confieran un control duradero y/o permanente. Es decir, si el control exclusivo, conjunto o influencia es permanente, entonces la hipótesis de la Ley se perfecciona, pero ¿qué pasa en aquellos casos en donde el control se transfiere momentáneamente o por un período

Se consideran sociedades vinculadas, a los efectos de la Sección IX de este capítulo, cuando una participe en más del diez por ciento (10%) del capital de otra.

La sociedad que participe en más del veinticinco por ciento (25%) del capital de otra, deberá comunicárselo a fin de que su próxima asamblea ordinaria tome conocimiento del hecho”.

¹⁵¹ En tan sentido Capítulo I, Sección V, de la exposición de motivos de esta ley en JORGE OSVALDO ZUNINO. “Régimen de Sociedades Comerciales. Ley 19.550”, Editorial ASTREA, 1998, 15ª ed., pags. 29 y 30.

¹⁵² El caso más elocuente es la adquisición del 51% de las acciones de una sociedad anónima, cuando las decisiones sociales se toman con el voto de la mitad más uno.

¹⁵³ El caso más claro se da en la hipótesis en que una persona adquiere el 30% del capital social de una sociedad, mientras que las decisiones se toman con el voto de la mitad más uno. Si de manera uniforme y continua se observa que en las últimas tres a cinco reuniones de los órganos de dirección y administración el grupo adquirente de dichas tenencias minoritarias ha tomado efectivamente las decisiones que hacen al giro ordinario de los negocios, hablamos entonces que existe un cambio de control de hecho a su favor.

de tiempo tan corto que no puede afectar de manera cierta a la competencia en un mercado?

La Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (en adelante CNDC) tiene dicho que la locaciones de bienes muebles son susceptibles de ser notificadas por importar un cambio de control duradero cuando se realizan por al menos 10 años.

En tal sentido, la Comisión Europea de Defensa de la Competencia ha considerado que un período de 10 o 15 años configura un cambio de control duradero, no así un período de 3 años¹⁵⁴.

Usualmente se considera además que están exentas de notificación las adquisiciones de tenencias sociales por parte de una institución crediticia (banco, compañías financieras, etc.) cuya actividad principal es la inversión, que adquieran un porcentaje suficiente para otorgar el control de derecho, pero siempre que no ejerzan la posibilidad de tomar las decisiones que les otorgan tales derechos y vendan dichas tenencias en el plazo máximo de un año en que fueron adquiridas¹⁵⁵.

Por otro lado, en las adquisiciones parciales de tenencias sociales o de activos, también podemos hablar de la existencia de un cambio de control, que pasa a quedar en forma exclusiva en manos de una persona o de un Grupo económico. En estos casos hay que mirar especialmente los siguientes factores para determinar la existencia y el grado de tal cambio:

- La distribución de la propiedad de las demás tenencias sociales remanentes en una sociedad o porcentajes de propiedad sobre un activo, incluso de aquellas acciones que otorgan derechos preferentes;
- La distribución de los derechos de voto, incluyendo aquellos derechos de voto especiales;
- Si hay otros accionistas o tenedores de participaciones sociales que participan activa o pasivamente de las reuniones de los órganos de control y fiscalización de una sociedad;
- Cualquier derechos de preferencia, restricción o especial beneficio atado a una participación social o derecho de propiedad sobre un objeto;

¹⁵⁴ Comisión Europea, Caso COMP/M.3858, Lehman Brothers/Starwood/LeMeridien, 20-07-2005, consultado el 19-06-2020 en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m3858_20050720_20310_en.pdf.

¹⁵⁵ Excepcionalmente la Autoridad Alemana de Defensa de la Competencia puede autorizar un plazo mayor, si se demuestra que por razones fundadas dichas tenencias no pudieron ser vendidas en el plazo indicado.

- Cualquier derecho que otorgue preferencia en la venta de los activos o participaciones sociales;
- Cualquier otro contrato o arreglo entre los propietarios de un activo o de las tenencias sociales de una sociedad;
- El derecho y la influencia que puedan ejercer sobre la adquisición de deuda o el mecanismo de endeudamiento, o sobre los acreedores de una sociedad;
- La composición de los órganos de administración, decisión y fiscalización de una sociedad, particularmente teniendo en cuenta la forma de elección de sus representantes;
- Los estatutos de una sociedad.

Se entiende, inclusive, que existe el cambio de control aún si las partes no adquieren la cantidad suficiente de partes de interés de una empresa para formar por sí solos la voluntad social pero ello se demuestra observando las decisiones tomadas por los órganos de administración y control en los últimos años. Es lo que se conoce como cambio de control de hecho o de facto.

Finalmente, cabe agregar que como normalmente las relaciones comerciales se efectúan por interacción de varios grupos económicos, existe una vasta lista de situaciones donde, sin existir la adquisición de un control exclusivo, se puede afirmar que la situación pre operación es muy distinta, con respecto al manejo de los asuntos ordinarios y competitivos del negocio, en relación a la situación que existe post operación. En esos casos, muy variados por cierto, se puede hablar de un cambio de control, pero que puede ser calificado como conjunto, negativo, difuso, con influencia sustancial o con influencia determinante.

A continuación se explicará cada uno de los casos que puede proceder estos supuestos.

6.1.2. El control conjunto y el control negativo. La influencia sustancial y la influencia determinante.

6.1.2.1. El control conjunto.

Hablamos de control conjunto cuando la adquisición¹⁵⁶ del control sobre el objeto se perfecciona en idénticas proporciones entre dos personas físicas o jurídicas, independientes económicamente hablando una de la otra.

¹⁵⁶ Vale aclarar que cuando me refiero a adquisición, estoy simplificando todas las posibilidades que la LDC determina como posibles situaciones de cambio de control, que no se limitan a la adquisición de acciones o activos, sino que se extienden a fusiones, fondos de comercios, etc.

El caso concreto es la adquisición entre dos personas del 50%, cada una, de la propiedad sobre el objeto de la operación. Como en la mayoría de los casos, las adquisiciones se efectúan sobre la propiedad de las acciones o cuotas sociales de una sociedad, siendo que las decisiones se toman con el voto de la mayoría absoluta o mitad más uno de los representantes de sus tenencias, ninguna de las dos personas que adquieren dicho objeto pueden tomar por sí sola, las decisiones que hacen al giro ordinarios de los negocios, requiriendo la connivencia del voto afirmativo de la otra parte. Son las dos personas quienes realmente adquirieron el control de la empresa, y no puede decirse que una pueda actuar sin la otra, es por eso, que se habla de control conjunto.

Está claro que en estos casos el control conjunto va a depender de la forma en que se adopten las decisiones de una sociedad, según su estatuto o contrato de formación, pero lo cierto es que en un control conjunto son solo dos personas¹⁵⁷ quienes toman las decisiones. Puede ocurrir que según su contrato de formación las decisiones sobre el objeto se formen con el voto de quienes representan el 70% del capital social, sin embargo, si existen dos titulares de dicho capital repartidos en una proporción 60-40, también afirmamos que existe control conjunto, pues ninguno de los dos, por sí solos, pueden adoptar las decisiones que determinan la competitividad de la empresa en un mercado.

Excepcionalmente se puede observar que habría también control conjunto entre tres o más personas sobre un determinado objeto, si se advierte que el voto de las tres o más personas es necesario para formar la voluntad social, o dirigir las acciones del o sobre el objeto. El hipotético caso que se presenta es el siguiente: Primus S.A. adquiere el 33.3% de las acciones de Objeto S.A., Secundus S.A. adquiere el otro 33.3% y Tercius S.A. adquiere el restante 33.3%. El estatuto de la Objeto S.A. dice que todas las decisiones de la Asamblea, por ejemplo, se toman con el voto afirmativo de la unanimidad de los accionistas que representan el 100% del capital social. De esta manera, para formar la voluntad social de Objeto S.A., se requiere por la particular forma que establece su contrato de formación, que todos sus accionistas tomen las decisiones. Siendo así se puede afirmar que el control sobre Objeto S.A. es conjunto entre Primus S.A., Secundus S.A. y Tercius S.A.

Distinto sería el caso en el que hay tres grupos de accionistas de una sociedad anónima que adquieren el 100% del capital social repartido en un 50% para uno, y 25% para cada

¹⁵⁷ O Grupo de personas, humanas o jurídicas.

uno de los otros dos. Suponiendo que las decisiones se toman con la mayoría absoluta, aquí no se requiere de la voluntad afirmativa de los tres accionistas para formar la voluntad social. Ahora bien, si suponemos que hay un convenio de accionistas firmado por los dos accionistas que poseen el 25% cada uno, que establece que ambos votarán en bloque, la situación cambia. Habría aquí un control conjunto entre el accionista que tiene el 50% y los otros dos que tienen el 25% cada uno, no porque el estatuto lo permita, sino porque la especial situación que rige las relaciones sociales así lo determina¹⁵⁸.

Por otra parte, hay dos situaciones que aclarar respecto de la notificación de un cambio de control. Primero, que en las reorganizaciones societarias, no hay cambio de control¹⁵⁹. Es decir no se puede hablar de que cambia el control cuando el controlante final de las empresas involucradas en la operación es el mismo. Segundo, el cambio de control de exclusivo a conjunto, es susceptible de ser notificado. Esto es así pues ingresa como controlante un Grupo económico que no formaba parte del Grupo Objeto con anterioridad a la operación a estudio, con la consiguiente posibilidad de alterar la ecuación y participaciones en el mercado de análisis¹⁶⁰. En el mismo sentido, la CNDC ha dicho en reiteradas oportunidades que el cambio de control de conjunto a exclusivo también notifica, aun cuando quien se queda con el control exclusivo es uno de los dos controlantes que previamente tenían el control conjunto¹⁶¹.

Dicho esto, y siguiendo con el análisis del cambio de control, observamos además de un control conjunto pueden darse otras situaciones que también implican un cambio en la forma de adoptar las decisiones en una sociedad o sobre el objeto de una operación de concentración económica, esto es: se puede adquirir la influencia sustancial o determinante, o bien el control negativo.

6.1.2.2. El control negativo. Los derechos de veto.

¹⁵⁸ Esto es lo que sucedió en la OPI Dictamen N° 813 del 27-07-2010, Resolución SCI N° 181. Cabe aclarar, sin embargo, que ya de por sí la adquisición del 50% del capital social de la sociedad objeto en el ejemplo dado, otorga a su adquirente el control conjunto de la empresa. Ello así porque, por la forma de tomar las decisiones sociales (mitad más uno) siempre se va a requerir el voto afirmativo del titular del 50% del capital social para tomar cualquier decisión (pues ninguno de los demás accionistas solo, o en conjunto, podrían por sí solos tomar dichas decisiones).

¹⁵⁹ En tal sentido, Opis Dictamen N° 221 del 24-04-2006; Dictamen N° 228 del 15-12-2006, Resolución SCI N° 71; Dictamen N° 231 del 3-05-2007, Resolución SCI N° 100/2007; Dictamen N° 645 del 4-01-2008, Resolución SCI N° 8/2008; Dictamen N° 732 del 5-05-2009; Dictamen N° 757 del 7-10-2009, Resolución SCI N° 731.

¹⁶⁰ Si el nuevo ingresante opera en forma directa o indirecta en el mismo mercado que el objeto de la operación.

¹⁶¹ En tal sentido, Opis Dictamen N° 619 del 5-09-2007, Resolución SCI N° 166/2007; Dictamen N° 738 del 26-06-2009, Resolución SCI N° 254/2009. En el mismo sentido se ha pronunciado la jurisprudencia y doctrina europea.

El control negativo significa la posibilidad de obtener derechos de veto sobre las decisiones sociales o sobre un objeto de operación, que importen que dichas decisiones no puedan ser adoptadas sin la aquiescencia de quien detenta tales derechos. Lógicamente, tener cualquier derecho de veto no significa lisa y llanamente tener un control negativo, sino que ello sucede únicamente en aquellos casos donde los derechos de veto adquiridos puedan afectar el giro ordinario de los negocios.

Estos derechos de veto tiene que ir más allá de los derechos conferidos a los accionistas minoritarios para proteger sus acciones, y relacionarse, por ejemplo, con decisiones concernientes a materias como: cuestiones estratégicas sobre la política comercial de la empresa, el programa de actividades, la aprobación del presupuesto, plan de negocios, inversiones por encima de una monto determinado, designación de los directores y gerentes, etc.

La CNDC tiene dicho que “influencia decisiva” o sustancial significa el poder para bloquear las acciones que determinan la estrategia competitiva de una empresa. A diferencia del control exclusivo, que concede a un accionista el poder de determinar las decisiones estratégicas de una empresa, el control en común se caracteriza por la posibilidad de llegar a una situación de bloqueo, a causa de un poder que tiene/n otro/s accionista/s de rechazar las decisiones estratégicas propuestas. Por consiguiente, estos accionistas deben llegar a un acuerdo para establecer la política comercial de una empresa¹⁶².

De esta manera se identifica control negativo, con derechos de veto e influencia sustancial para la mayoría de los autores.

Así las cosas, la CNDC ha delineado su doctrina en materia de derechos de vetos en un conjunto de Opiniones Consultivas que tratan sobre el caso.

En primer lugar observamos que en la OPI N° 9¹⁶³ se consideró que la adquisición por parte de un inversor de menos del 20% de las acciones de una compañía y la posibilidad de designar dos de diez directores de la misma no otorgaba control sobre la misma. A su vez, se aclaró que el derecho a veto sobre decisiones extraordinarias como las fusiones, los aumentos de capital, la distribución de dividendos y la modificación de los estatutos resultan protectivos de los intereses de los inversores, y su finalidad tiende a mantener la incolumidad del patrimonio societario y la salvaguarda de sus intereses financieros, mas no confieren en sí el control sobre la empresa ni la influencia sustancial sobre la misma.

¹⁶² OPI N° 124 del 6-07-2001.

¹⁶³ Del 22-12-1999.

Se estableció como regla que *“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”*. Se dijo además que *“el voto impeditivo es una potestad que implica una acción defensiva respecto de ciertas decisiones de envergadura que pudieran ser tomadas. En ese sentido, 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 inciso d) del artículo 6 de la Ley N° 25.156, sino únicamente impedir las”*. Respecto de este último concepto no comparto la última parte, pues considero que justamente impedir el curso de cierta acción implica por oposición la facultad de decidir sobre la misma. Es una acción que necesariamente determina como se adoptan las decisiones, ello así pues si está en cabeza de cierto grupo o persona decidir sobre el hacer o no de una acción, necesariamente implica su decisión la adopción de la misma.

Luego en el año 2000 la CNDC dijo que los derechos de veto que permiten alcanzar las mayorías necesarias para decidir sobre la venta o locación de activos no efectuadas en el curso ordinario de los negocios, desviación del 30% o más del Plan de negocios, endeudamiento en más del 150% del patrimonio, firma de contratos entre accionistas cualquiera fuera sus afiliadas, inversiones o gastos superiores a ciertos montos y fuera del presupuesto que excedan el presupuesto en más del 30% o en más de dos millones de dólares estadounidenses, emisión de acciones, pagos de dividendos, entre otros, no importan la toma de control sobre una empresa ni el otorgamiento de influencia sustancial¹⁶⁴.

En ese mismo año se dictó la OPI N° 78 BIS¹⁶⁵ donde se entendió que un aumento de capital que otorgaba a un grupo inversor el 49% aproximado de las acciones de una sociedad, mas ciertos derechos de veto sobre decisiones que hacían a aprobar fusiones, aumentos de capital y modificación de estatutos, no le permitían controlar a la misma, sino que implicaban preservar su interés en pos de la protección de sus inversiones.

En la OPI N° 124 la CNDC dijo que los derechos de veto que generalmente se conceden a los accionistas a fin de proteger la inversión en la empresa, guardan relación directa con las decisiones que afectan a la esencia de la misma, tales como: modificaciones en los

¹⁶⁴ OPI N° 35 del 10-03-2000.

¹⁶⁵ Del 15-12-2000.

estatutos, aumento o reducción del capital, liquidación, etc. Un derecho a veto que, por ejemplo, impide la venta o el cierre de la empresa, no confiere un control común al accionista minoritario afectado. Los derechos a vetos que dan lugar al control en común se refieren habitualmente a decisiones y cuestiones tales como el presupuesto, el programa de actividad, las grandes inversiones o el nombramiento de altos directivos. No obstante, la adquisición de control en común no exige que quien lo adquiera tenga la facultad de ejercer una influencia decisiva en el funcionamiento cotidiano de la empresa. Lo importante es que los derechos de veto permitan a los accionistas ejercer dicha influencia sobre la estrategia competitiva de la empresa. Asimismo, no es necesario establecer que quien adquiera el control en común de la empresa hará realmente uso de su influencia decisiva, basta con que exista dicha la posibilidad, es decir, que sólo posea los derechos de veto pertinentes. Más aún, para ejercer el control común, no es necesario que un accionista posea todos los derechos de veto antes enunciados, sino que uno solo puede ser suficiente, ello dependerá del contenido preciso del derecho de veto en cuestión. En dicha Opinión la CNDC ha desarrollado de manera extensa y completa la justificación del porqué cada uno de los derechos antes reseñados implicaría una influencia sustancial que permita el control conjunto. Así dijo que en el caso de:

- a) El nombramiento del personal directivo y establecimiento del presupuesto: El poder de participar en las decisiones relativas a la estructura de dicho personal confiere al titular el poder de ejercer una influencia decisiva sobre la política comercial de la empresa. Lo mismo ocurre con las decisiones sobre el presupuesto, ya que este determina el exacto marco de las actividades de la empresa en participación y, en particular, las inversiones que pueda realizar.
- b) El programa de actividades: Éste generalmente proporciona información sobre los objetivos de la empresa y las medidas que deben adoptarse para alcanzarlos. Un derecho a veto sobre este programa, aunque sea el único que se posea, bastará para conferir el control conjunto. En cambio, si el programa de actividad contiene solamente declaraciones generales sobre los objetivos comerciales de una empresa en participación, la existencia de un derecho a veto constituirá únicamente un elemento a tener en cuenta cuando se efectúe una valoración global para determinar si existe control en común, pero no bastará por sí solo para conferir dicho control.
- c) Las inversiones: Cuando el derecho a veto se refiere a las inversiones, su importancia depende, en primer lugar, del nivel de las inversiones sujetas a la

aprobación de las empresas matrices y, en segundo lugar, del papel que desempeñen las inversiones en el mercado en que opere la empresa. En lo que respecta al primer caso, en que el nivel de inversiones que requiere la aprobación de los accionistas es extremadamente elevado, este derecho a veto puede parecerse más a la protección normal de los intereses de un accionista minoritario que a un derecho que confiera poder de co-decisión en materia de política comercial de la empresa en participación. En cuando al segundo caso, la política de inversión de una empresa constituye generalmente un elemento importante para demostrar la existencia de control en común. Sin embargo, es probable que en algunos mercados la inversión no desempeñe un papel significativo en el comportamiento competitivo de una empresa.

- d) Los derechos específicos en relación con un mercado dado: Aparte de los típicos derechos de veto mencionados anteriormente, existen otros relacionados con decisiones concretas que son importantes en el mercado en que opera la empresa. Un ejemplo de ello es la decisión sobre la tecnología que la empresa va a utilizar cuando dicha tecnología es un factor clave en las actividades de la empresa. También cabe citar el ejemplo de los mercados que se caracterizan por la diferenciación del producto y un nivel elevado de innovación, caso en que un derecho a veto sobre las decisiones relativas a las nuevas líneas de productos que la empresa va a desarrollar puede también constituir un elemento importante para demostrar la existencia de un control conjunto.
- e) La valoración global: A la hora de establecer la importancia relativa a los derechos de veto, cuando existan varios, no se deben analizar por separado. Por el contrario, para demostrar la existencia o no de control en común debe efectuarse una valoración global. No obstante, un derecho de veto que no se refiera a la política o estrategia comercial, al presupuesto o al programa de actividades no puede considerarse que, por sí solo, confiera el control conjunto a su titular. Cabe agregar, sin embargo, que varios de ellos todos teniendo en cuenta el mercado y actividad que desarrolla la empresa pueden dar lugar al control común a través de la influencia sustancial que se ejerce con el voto impeditivo de tales decisiones.

Posteriormente, la CNDC reiteró su doctrina entendiendo que los derechos de veto sobre:

- a) el endeudamiento, ya sea con los accionistas o con terceros, o la prenda o el gravamen de cualquier bien que impliquen gastos que excedan los quinientos mil dólares estadounidenses;
- b) la celebración, enmienda, modificación, extensión o rescisión de

cualquier licencia, concesión o permiso gubernamental sustancial obtenido por la empresa; c) la aprobación de la designación o remoción de los miembros de los directores de las compañías; d) la celebración o enmienda a cualquier contrato de transporte; e) la selección o remoción del Gerente General; f) la designación del operador del Oleoducto y la celebración de acuerdo para operarlo; y g) la adopción o modificación del presupuesto del capital operacional anual y de las empresa, constituían facultades suficientes para hablar de cambio de control y de influencia sustancial¹⁶⁶.

Por último, y más recientemente, la CNDC volvió a reiterar sus criterios generales en relación a los derechos de veto sobre ciertas decisiones, así dijo que aquellas que se refieran a la modificación de los estatutos sociales, la fusión o escisión de la empresa objeto o sus subsidiarias, la constitución de gravámenes o el otorgamiento de préstamos fuera del curso ordinario de los negocios, el endeudamiento de la sociedad por importes mayores a ciertos ratios financieros, la presentación de la empresa en concurso preventivo o la celebración de un acuerdo preventivo extrajudicial, miran únicamente la protección de los intereses de los inversores y no otorgan control ni influencia sustancial¹⁶⁷.

6.1.2.3. La influencia sustancial y determinante. Comparación con la influencia dominante que prevé la Ley de Sociedades Comerciales.

Por otra parte, si bien la adquisición de control usualmente se efectúa a través de un cambio de control conjunto o exclusivo, existen otras adquisiciones que también implican notificación y en donde lo que se adquiere no llega a suponer un auténtico cambio de control, sino que lo que se adquiere es la capacidad de influir en ciertas decisiones que resultan importantes –desde el punto de vista del derecho de la competencia- para el objeto. Hablamos en estos casos, según la norma local de “influencia sustancial”¹⁶⁸ o “influencia determinante”¹⁶⁹.

El concepto de ejercer una determinada influencia en la toma de decisiones de o sobre el objeto de una operación no es privativo de la normativa argentina. Muy por el contrario en muchos otros países el término es utilizado con pequeñas variantes. Así, en Australia

¹⁶⁶ OPI N° 180 del 31-12-2003.

¹⁶⁷ OPI N° 219 del 21-03-2006. Cabe advertir que en dicha opinión también se permitió la posibilidad de adquirir tenencias cruzadas en compañías competidoras en un mismo mercado (o entre sus controlantes).

¹⁶⁸ Según el artículo 7, inciso c) de la LDC.

¹⁶⁹ Según el artículo 7, inciso d) de la LDC.

la “Trade Practices Act” de 1974, en su sección 50, referida a las fusiones y adquisiciones, ya introduce la expresión de operaciones “substanciales”¹⁷⁰.

En Europa la Council Regulation (EC) No 139/2004¹⁷¹, del 20 de enero de 2004 sobre el control de concentraciones entre partes, habla su artículo 3.2. de “influencia decisiva”. Lo mismo dice el “Acta contra las restricciones de la Competencia”, Sección 37 (1)¹⁷², en Alemania. Esta última también habla de adquisición de activos “sustanciales”, del poder de ejercer en forma directa o indirecta, exclusiva o conjuntamente una “influencia significativa” o “influencia uniforme” y que el cambio de control se puede dar aun cuando las partes ya tenían participaciones previas pero de la operación se obtienen especiales vínculos que fortalecen la afiliación existente¹⁷³.

En Sudáfrica la Competition Act 89 de 1998 habla de que existe cambio de control cuando hay “habilidad de influenciar materialmente” las políticas comerciales de una empresa. En el mismo orden de ideas la Enterprise Act de 2002, incorpora para el Reino Unido la noción de “influencia material”.

Algunos autores -incluso la propia CNDC- han considerado que la expresión “influencia sustancial” e “influencia determinante” que trae la LDC debe asumirse de manera unívoca, sin perjuicio de las distintas modalidades de su enunciación legal, y significa el poder para bloquear acciones que determinan la estrategia competitiva de una empresa, formando parte de una subespecie del género que estaría definido por el control conjunto¹⁷⁴.

En derecho penal el concepto de influencia determinante se utiliza para describir la injerencia que puede tener un instigador sobre el autor directo de un delito, admitiendo que tal influencia puede variar en el grado de importancia, dentro de un abanico que va desde las simples insinuaciones, a veces con amenazas implícitas, a una coacción determinante de la conducta; siendo que en ambos casos, corresponde tomar en cuenta la dependencia psíquica que específicamente pueda ejercer el autor sobre el instrumento¹⁷⁵.

¹⁷⁰ Donde, si bien refiriéndose a los mercados, el poder judicial de dicho país, ha indicado que substancial significa no trivial, mínimo o nominal.

¹⁷¹ Ob. cit.

¹⁷² Ob. cit.

¹⁷³ Sección 37 (2) de la norma citada.

¹⁷⁴ BIAGGINI, PABLO A. - BOLLATTI, JORGE L. “Los derechos protectorios del accionista minoritario en la teoría del control del capítulo III de la ley 25.156”, RDCO 2002-555, Lexis N° 0021/000199 ó 0021/000200.

¹⁷⁵ HERBEL, GUSTAVO A. - TROVATO, GUSTAVO F. “La responsabilidad penal del fiduciario (Análisis del artículo 173 inciso 12 del Código Penal)”, JA, 1998-III-790, Lexis N° 0003/000520.

En derecho societario establece la LSC, que “*se consideran sociedades controladas aquellas en que otra sociedad, en forma directa o por intermedio de otra sociedad a su vez controlada:*

- 1) *Posea participación, por cualquier título, que otorgue los votos necesarios para formar la voluntad social en las reuniones sociales o asambleas ordinarias;*
- 2) *Ejerza una influencia dominante como consecuencia de acciones, cuotas o partes de interés poseídas, o por los especiales vínculos existentes entre las sociedades”*¹⁷⁶.

Ahora bien, la influencia dominante a la que hace alusión la LSC no puede ser la misma influencia dominante o determinante que trae la LDC. Por el contrario, la LDC en su artículo 6° incluye supuestos que amplían en sustancia la idea de control que trae la LSC en su artículo 33. La finalidad y el bien jurídico que busca proteger la LDC es muy distinto al que apunta la LSC. La primera es una norma de orden público que busca proteger el buen funcionamiento del mercado y libre competencia, velando por el interés económico general. La LSC busca regular las relaciones comerciales entre los individuos de una sociedad, ante la necesidad histórica de constituir personas ideales que limiten la responsabilidad patrimonial en el marco de su actuación en el comercio. Si bien la protección final de ambas leyes son los ciudadanos de una sociedad, se observa de manera clara y precisa que su orientación teleológica es distinta. Esto hace suponer que el legislador tuvo en miras dicha diferencia a la hora de sancionar la LDC, apartándose del concepto de control que ya preveía la LSC para las sociedades comerciales, e instaurando un régimen particular para el derecho de defensa de la competencia. Es por eso que habla ahora de influencia determinante y sustancial, y no de influencia dominante como lo hace la LSC.

En este mismo sentido se ha volcado la CNDC cuando dijo que “*Para la determinación de la existencia de una relación de control, únicamente a los fines de esta ley, esta Comisión Nacional ha establecido, en numerosos precedentes, que no corresponde atenerse a los criterios establecido por la Ley 19.550 y sus modificatorias, y siguiendo la clásica clasificación de Champaud, tanto las relaciones de control internas o externas, cuanto las de hecho o de derecho, resultan apropiadas a tal fin (Al respecto, confróntese, las opiniones consultivas nros. 1, 3, 17, 31, 32, 33, 41, entre otras)”*¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Artículo 33 de la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550, del 25-04-1972, texto actualizado consultado en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm> el 2-06-2020.

¹⁷⁷ OPI N° 124 del 6-10-2001.

Coincido con Quevedo¹⁷⁸ al pensar que dominio y subordinación no resultan equiparables a la “influencia sustancial” siendo esta última una noción más amplia que las primeras.

De esta manera, siguiendo a esta autora, podemos afirmar que el legislador ha extendido el concepto de control de la Ley de Sociedades a los fines de la legislación de la competencia. Dicha expansión implica que en el inciso bajo análisis quedarán comprendidas:

- a) las transferencias que permitan obtener participación por cualquier título que otorguen los votos necesarios para formar la voluntad social en las reuniones o asambleas ordinarias (LSC, art. 33, inc. 1);
- b) las transferencias que permitan poseer acciones, cuotas o partes de interés con las que se pueda ejercer una influencia dominante (LSC, art. 33, inc. 2);
- c) las transferencias que otorguen al adquirente una influencia sustancial distinta de la influencia determinante prevista en el caso b precedente.

La noción de influencia dominante incluye supuestos en que por los derechos que una persona adquiere sobre las acciones, cuotas o partes de interés de una sociedad, llega a dominar las decisiones que se toman en la misma. Ahora esas decisiones tienen que ver con cualquier actuar de la empresa, desde la elección de su línea gerencial hasta la adquisición de un determinado bien.

La noción de influencia determinante y sustancial que trae la LCD se aplica más allá del concepto antedicho, en aquellas situaciones “*en las cuales el adquirente, sin obtener la mayoría accionaria ni lograr situación de dominio (influencia dominante), alcanza la posibilidad de ejercer una influencia sustancial sobre las decisiones de la empresa, sea en virtud del número de acciones o títulos representativos de participación en el capital transferidos o de los derechos que se transmiten juntamente con ellos o en razón de otros títulos (incluidos los títulos de deuda convertibles), tales como derechos de veto o bloqueo sobre ciertas decisiones, posibilidad de nombrar un número significativo de directores, etc.*”¹⁷⁹. Ahora bien, las decisiones que le interesan a la LDC son únicamente aquellas que afecten la capacidad de competencia de la empresa, que son justamente las que hacen al giro ordinario de los negocios, aquellas decisiones estratégicas que llevan a la sociedad a actuar de una manera específica en un determinado mercado. Es por ello

¹⁷⁸ QUEVEDO, MARÍA V. G. “Apuntes sobre el régimen de notificación obligatoria de concentraciones económicas”, RDCO 2000-273, Lexis N° 0021/000161 ó 0021/000162.

¹⁷⁹ QUEVEDO, MARÍA V. G. “Apuntes sobre el régimen de notificación obligatoria de concentraciones económicas”, op. cit.

que no deben notificarse aquellas operaciones de adquisición de bonos, debentures o acciones sin derechos a voto (art. 11, inciso b de la LDC), porque en ese caso no puede el adquirente influir sobre dichas decisiones, que son las que mira la LDC para proteger el interés económico general.

En el sentido indicado cabe destacar que la Comisión Europea entiende que el control puede ser adquirido aun por un accionista minoritario, en el caso de que haya derechos que le permitan “*determinar la estrategia competitiva de la empresa afectada como, por ejemplo, el poder de nombrar a más de la mitad de los miembros de los consejos de administración o de vigilancia*”¹⁸⁰.

Por su parte, “*la influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una empresa*”¹⁸¹ tiene elementos en común con el llamado control externo o económico que se establece cuando una persona ajena a la sociedad puede ejercer una “*influencia dominante por los especiales vínculos existentes*”, lo cual resulta comprensivo tanto de los vínculos contractuales como de los no contractuales¹⁸². Concretamente, y siguiendo a Halperin y Otaegui (1998), la sociedad controlante externa no dispone del derecho de nombrar, remunerar, remover y responsabilizar a los administradores de la sociedad controlada, pero está en condiciones de imponer una dirección unificada. Se han incluido como ejemplos del control externo contractual la existencia de una empresa en los cuales toda la actividad de la sociedad subintegrada está destinada a la sociedad integrante, y la sociedad integrante puede sustituir a la sociedad subintegrada por otra sin que ello afecte su giro, en tanto que la existencia de la sociedad subintegrada depende de su vinculación con la sociedad integrante, se incluyen también determinados contratos de suministro, agencia, distribución, franquicia y licencia, y como vínculos de control externo no contractual se incluye a la existencia de accionistas comunes a distintas sociedades, accionistas que imponen una dirección unificada en aras de una integración empresarial basada en una sociedad cabeza de grupo, sin mediar contratos entre las sociedades y la situación del deudor sobre endeudado respecto de su acreedor, caso en el cual no hay una integración empresarial entre dominante y dominada, pero la acreedora puede ejercer su influencia sobre la administración de su deudora.

¹⁸⁰ QUEVEDO, MARÍA V. G. “Apuntes sobre el régimen de notificación obligatoria de concentraciones económicas”, ob. cit.

¹⁸¹ Art. 7, inciso d) de la LDC.

¹⁸² OTAEGUI, JULIO C. - HALPERIN, ISAAC, “SOCIEDADES ANÓNIMAS”, LexisNexis – Depalma, 1998, op. cit., Lexis N° 5701/006473.

Hay que tener en cuenta, sin embargo, que -como fue dicho anteriormente- la noción de influencia determinante tampoco coincide plenamente con la influencia dominante, por lo que lo manifestado en el párrafo anterior debe entenderse como no limitativo del primer concepto, que por su orientación teleológica resulta más abarcativo que el segundo. En efecto, *“en tanto este último sugiere una situación de posible imposición de una conducta, característica de posición de dominio, la influencia determinante parece incluir otras situaciones en las cuales no se da dicha imposición unilateral pero sí el concurso de la voluntad del “influyente” resulta necesario para la adopción de ciertas decisiones vinculadas a la administración ordinaria o extraordinaria de un empresa”*¹⁸³.

6.1.3. La teoría de variabilidad de las coaliciones o el control difuso.

Hemos dicho que el poder de bloquear ciertas decisiones sociales, implican una influencia determinante o sustancial, que conlleva un control conjunto o común en una empresa.

Sin embargo, no se ha especificado que ocurre en aquellos casos en los que la cantidad de personas o grupos que toman las decisiones en una empresa es muy variado y no existen otras circunstancias fácticas o jurídicas que hagan suponer que el ejercicio de derechos de voto o toma de decisiones se efectúe de manera conjunta entre todos ellos o un subgrupo de ellos como requisito esencial para construir la voluntad social.

Tiene dicho al respecto la CNDC que el medio jurídico para garantizar el ejercicio común de los derechos de voto puede revestir la forma de un holding, al que los accionistas minoritarios ceden sus derechos, o de un acuerdo en que éstos se comprometan a actuar del mismo modo¹⁸⁴. Excepcionalmente podrá llevarse a cabo una acción concertada de facto o de hecho cuando los accionistas minoritarios tengan importantes intereses comunes y no deseen, por tanto, perjudicarse mutuamente al ejercer sus derechos sobre la empresa¹⁸⁵.

En el caso de que se adquieran participaciones minoritarias, la existencia previa de vínculos entre los accionistas minoritarios o la adquisición de las participaciones mediante una acción concertada constituirán indicadores de dicho interés común¹⁸⁶.

A su vez, al crear una nueva empresa, contrariamente a la adquisición de participaciones minoritarias en una empresa ya existente, es muy probable que los accionistas apliquen

¹⁸³ QUEVEDO, MARÍA V. G. “Apuntes sobre el régimen de notificación obligatoria de concentraciones económicas”, ob. cit.

¹⁸⁴ Usualmente conocidos como acuerdos de accionistas o pooling agreements (por su traducción al idioma inglés).

¹⁸⁵ OPI N° 124, antes citada.

¹⁸⁶ OPI N° 124, antes citada.

intencionalmente una política común. Este es el caso, especialmente, cuando cada accionista aporta una contribución esencial para el funcionamiento de la empresa en participación (por ejemplo, tecnologías específicas, know how local o acuerdos de suministro). En estas circunstancias, las empresas matrices sólo pueden explotar conjuntamente la empresa en participación si se ponen de acuerdo sobre las decisiones estratégicas más importantes, aunque no se hayan previsto explícitamente derechos de veto¹⁸⁷.

Ahora bien, retomando, es probable que cuanto mayor sea el número de accionistas o tenedores de cuotas sociales de una sociedad, menor sea la probabilidad de que éstos se pongan de acuerdo para adoptar uniformemente las decisiones que hacen al giro ordinario de los negocios de la misma. Así, en caso de que no existan intereses compartidos tan fuertes como los descritos anteriormente, la probable variabilidad de las coaliciones o alianzas entre los accionistas minoritarios descarta la existencia control en común¹⁸⁸. Ello, dado que no existe una mayoría estable en el procedimiento de toma de decisiones, sino que ésta se forma en cada ocasión concreta a partir de las varias combinaciones posibles entre accionistas minoritarios, no pudiendo suponerse que cada uno de los accionistas minoritarios en forma individual controle a la empresa, ni tampoco –obviamente- un grupo o subconjunto de ellos.

Por otra parte, deben aclararse dos cuestiones relacionadas con la teoría antes descrita, primero que el control en común no es incompatible con la posesión por parte de un accionista de conocimientos específicos y de experiencia en la actividad de la empresa de participación. En este caso, el otro accionista de la empresa matriz solo puede desempeñar un papel modesto o incluso inexistente en la gestión cotidiana de la empresa y su presencia está motivada únicamente por consideraciones de orden financiero referentes a la estrategia a largo plazo, la imagen de la marca o la política general. No obstante, debe conservar siempre la posibilidad real de impugnar las decisiones adoptadas por la otra empresa matriz ya que, de no ser así, el control sería exclusivo. Para que exista control en común, no puede concederse un voto de calidad a una sola de las empresas matrices. Sin embargo, sí puede existir dicho control cuando el voto de calidad únicamente puede ejercerse tras una serie de procedimientos de arbitraje y de tentativas de reconciliación a

¹⁸⁷ OPI N° 124, antes citada.

¹⁸⁸ Incluyendo de manera omnicompreensiva, a la influencia determinante y sustancial, desarrolladas en el punto anterior.

en un ámbito muy limitado¹⁸⁹. En segundo lugar, la circunstancia de que existe un control difuso en el manejo de los asuntos competitivos de una empresa, no significa que la compañía, negocio o empresa carece de control. Esto es, las personas jurídicas no actúan sino por intermedio de personas humanas que toman sus decisiones. La ficción que implica la creación de una persona jurídica no puede obviar la situación fáctica de que detrás de una sociedad siempre existe una o muchas personas físicas que determinan la forma en que dicha sociedad se comporta en el mundo. Siendo ello así, no puede afirmarse que cuando cambian los accionistas de una sociedad pasando de una situación de control conjunto a una de control difuso, signifique necesariamente que nadie controla la empresa sino que lo que sucede es que la posible variación de coaliciones de los tenedores de control impide afirmar que existe una persona humana o grupo de personas humanas que siempre determinen por sí solos las decisiones de la sociedad que hacen al giro ordinario de los negocios. Lo que ocurre para el derecho de la competencia es que al estar tan diversificada la posibilidad de que alguien dirija la actividad competitiva de la empresa, ello implica que no existe una obligación de notificar la operación, porque la justificación y razón que subyace detrás de la necesidad de un control estatal sobre la competencia es simplemente evitar la existencia de situaciones que impliquen restricción a los mercados y perjuicio al interés económico general. Si son varios quienes toman las decisiones de una empresa y ninguno de ellos puede hacerlo (y lo hace) en forma reiterada y constante, entonces las posibilidades de que tomen decisiones que perjudiquen al mercado en pos del beneficio particular se reducen toda vez que la concentración de mercados no se produce. Las PMC pasivas juegan un especial rol en los problemas que, potencialmente como hemos visto a lo largo del trabajo, pueden causar a la competencia.

Con esto quiere advertirse que la situación de control difuso ocurre en la práctica en muy escasas oportunidades¹⁹⁰, porque usualmente quienes alegan ser independientes tomadores de decisiones no lo son así en los hechos. Ya sea porque son grupos que operan normalmente en conjunto o porque lo hacen en el caso concreto en una determinada empresa. Lo cierto es que únicamente en contadas ocasiones se da la situación hipotética aquí planteada, lo que obliga a la Autoridad de Aplicación de la Ley de Defensa de la Competencia a extremar los recaudos de interpretación a la hora de aplicar esta teoría.

¹⁸⁹ OPI N° 124, antes citada.

¹⁹⁰ Por los menos en la República Argentina donde el mercado de capitales es más modesto que en otros países y donde las sociedades tienen una fuerte impronta personal o familiar arraigada en la idiosincrasia comercial.

6.2. La Ley N° 27.442.

Al igual de lo que sucede en Europa, en Argentina existen tres formas de encarar el estudio de las PMC.

El primer caso será a través de la normativa que rige el sistema de notificación obligatoria de concentraciones económicas.

El segundo y tercer caso será mediante la aplicación del artículo 1° de la LDC, regulándolas como conductas anticompetitivas:

a) Al prohibir los acuerdos entre competidores de cualquier forma manifestados, relacionados con la producción e intercambio de bienes o servicios, que tengan por objeto o efecto limitar, restringir, falsear o distorsionar la competencia y de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general; o bien

b) Al prohibir los actos o conductas que constituyan abuso de una posición dominante en un mercado, de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general.

6.2.1. Aplicación del sistema de notificación previa de operaciones de concentraciones económicas¹⁹¹.

En los Lineamientos para el Control de las Concentraciones Económicas¹⁹² se incorpora un título para tratar el tema de las participaciones minoritarias.

Así dice esta norma que “...si bien las operaciones de concentración económica se refieren a situaciones en las cuales se produce la toma de control de una o varias empresas (lo cual implica en general la adquisición de una participación mayoritaria), existen casos en los cuales las tenencias de participaciones minoritarias en otras firmas son capaces de afectar negativamente los incentivos a competir de las firmas involucradas. Esto ocurre, por ejemplo, si un grupo económico, que tiene una participación minoritaria en una empresa, toma el control de otra empresa que opera en el mismo mercado que la primera”.

Este punto de la norma es muy importante porque reconoce que las participaciones minoritarias pasivas pueden tener efectos unilaterales o concertados entre los

¹⁹¹ El autor de esta tesis está al tanto de que actualmente no existe un sistema de notificación previo de operaciones de concentración económicas, dado que estamos en el período de transición que indica el 84 de la LDC, pero para simplificar el análisis aplica a esta sección la suposición de que la norma está plenamente vigente. Ello así pues incorporar un régimen post o previo de notificación no altera las ideas y conclusiones a las que se arriba en este trabajo.

¹⁹² Aprobados por el artículo 1° de la Resolución N° 208 de la Secretaría de Comercio, de fecha 11 de abril de 2018, consultada en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/305000-309999/308818/norma.htm> el 26-05-2020.

competidores. En particular, dice que: *“La tenencia de una porción minoritaria del capital de una empresa puede permitir conocer y emitir opiniones sobre el actuar de la misma. Esta influencia puede ser utilizada para inducir a dicha firma a competir con una agresividad menor, o a coordinar su conducta con otras firmas controladas por el grupo que posee la participación minoritaria”*. Adicionalmente reconoce el efecto como facilitador de una posible concertación al admitir que: *“...la tenencia de una porción minoritaria en otra empresa puede dar acceso a información competitivamente sensible sobre esta última firma. Este factor puede facilitar la coordinación entre las partes, tanto de manera explícita como tácita”*.

La norma además reconoce el doble efecto que se produce en toda cuenta del empresario maximizador a la hora de fijar precios o cantidades, donde *“...la posesión de una participación minoritaria puede generar un incentivo a no competir efectivamente. Este efecto se origina en el hecho de que una parte de las ventas que se pierden por incrementar los precios de los productos ofrecidos por una empresa se redirigen hacia la firma en la cual dicha empresa posee una participación minoritaria, y esto puede hacer que la competencia entre ambas sea menos intensa que la que tendría lugar en un contexto en el cual no existieran participaciones cruzadas entre las empresas”*.

La norma es importante porque, por un lado, reconoce expresamente los efectos potencialmente nocivos para la competencia que pueden traer las PMC, ya sea desde el lado unilateral como del coordinado. Pero además porque admite que ese efecto se puede producir incluso cuando no exista influencia o cambio de control sobre la empresa en cuestión. Esto es fundamental, porque en Argentina, las únicas operaciones de concentración económicas que se deben obligatoriamente notificar en forma previa a su consumación son las que generan un cambio o toma de control y que son definidas en la propia Ley N° 27.442 en el artículo 7°. Este artículo dice en forma expresa que se entiende por concentración económica la toma de control de una o varias empresas, a través de la realización de los siguientes actos:

- a) La fusión entre empresas;
- b) La transferencia de fondos de comercio;
- c) La adquisición de la propiedad o cualquier derecho sobre acciones o participaciones de capital o títulos de deuda que den cualquier tipo de derecho a ser convertidos en acciones o participaciones de capital o a tener cualquier tipo de influencia en las decisiones de la

persona que los emita cuando tal adquisición otorgue al adquirente el control de, o la influencia sustancial sobre sí misma;

d) Cualquier otro acuerdo o acto que transfiera en forma fáctica o jurídica a una persona o grupo económico los activos de una empresa o le otorgue influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una empresa;

e) Cualquiera de los actos del inciso c) del presente, que implique la adquisición de influencia sustancial en la estrategia competitiva de una empresa.

En el punto anterior vimos en detalle cómo se entiende el concepto de control en nuestra normativa. Lo relevante en este punto es que el inciso c) no establece un límite mínimo o máximo en la adquisición de participaciones societarias para disparar la obligación de notificar la operación al considerarla de “concentración económica”, basta que permita la toma de control de una o varias empresas.

Incluso en virtud de lo establecido por los incisos d) y e) podría darse el caso donde la adquisición de participaciones fuera muy escasa pero al otorgar influencia sustancial sobre la estrategia competitiva de una empresa generase la obligación de notificar dicha operación.

Por otra lado, vimos también en el punto anterior qué entiende la ley argentina por empresas involucradas, aquellas que se deben tomar en cuenta a los fines del cálculo del volumen de negocios, y que, lógicamente, también, integrarán el conglomerado de empresas controladas por la adquirente (o su grupo de pertenencia) para tener en cuenta las posibles relaciones horizontales y/o verticales con el objeto y sus empresas controladas.

Observemos entonces que el artículo 9° de la Ley N° 27.442 y el 9° de su decreto reglamentario N° 480/2018, suponen que existe control cuando una empresa goza del:

- a) Del poder de ejercer más de la mitad de los derechos de voto sobre otra.
- b) Del poder de designar más de la mitad de los miembros del consejo de vigilancia o de administración o de los órganos que representen legalmente a la empresa, o
- c) Del derecho a dirigir las actividades de la empresa.

Pero, de nuevo, en ninguno de los casos que enumera esta norma para considerar que existe empresa involucrada establece una limitación mínima o máxima a las participaciones societarias.

Todo lo anterior, permite entender que la ley argentina a través de su sistema de análisis previo de las concentraciones económicas puede estudiar los efectos de una PMC (activas) siempre que:

- a) La adquisición sea de PMC y otorgue al adquirente el control de o la influencia sustancial sobre el objeto.
- b) La adquisición sea sobre una empresa o grupo de empresas que tiene participaciones minoritarias directa o indirectamente en otra, siempre que le otorguen el control de o la influencia sustancial sobre dicha otra empresa.
- c) La adquisición sea sobre una empresa y el adquirente tiene una participación minoritaria que le otorga el control de o la influencia sustancial sobre una empresa competidora.

El problema viene cuando la participación minoritaria no otorga el control de o la influencia sustancial, pues en estos casos (participaciones minoritarias pasivas) el concepto de “empresa involucrada” no prevé su inclusión en el análisis de los efectos económicos de la operación.

Sin embargo, los Lineamientos para el Control de las Concentraciones Económicas sí lo incluyen y prevén expresamente el caso en donde la participación minoritaria sea pasiva.

Lo indicado supone que este tipo de participaciones minoritarias pueden ser incluidas en una operación de concentración notificada aunque no de manera autónoma como operación sujeta a notificación sino únicamente a través del análisis de una operación que sí cumple con los requisitos para notificar obligatoriamente, y en donde las participaciones minoritarias¹⁹³ se den respecto de alguna de las empresas que éste controla o el objeto controla.

6.2.2. Aplicación del artículo 1° de la LDC.

El artículo 1° de la LDC prohíbe los acuerdos de cualquier forma manifestados, relacionados con la producción e intercambio de bienes o servicios, que tengan por objeto o efecto limitar, restringir, falsear o distorsionar la competencia.

La adquisición de participaciones minoritarias de un competidor, cuando se realiza a través de un acuerdo entre partes y no otorgan influencia sustancial o control de la empresa objeto, podría incluirse en el análisis de esta norma pero para ello es necesario

¹⁹³ Pasivas o activas.

que se logre probar que el mismo tuvo por objeto o efecto limitar, restringir, falsear o distorsionar la competencia.

Hemos visto a lo largo de este trabajo que uno de los efectos que traen para el adquirente y el objeto la adquisición de las PMC es justamente modificar sus incentivos para competir, restringiendo la competencia en determinados mercados. Esto, sin embargo, únicamente sucede cuando los mercados son oligopólicos y las barreras de ingreso al mismo son altas, por lo que debería verificarse esta circunstancia.

Adicionalmente debería comprobarse que existe un potencial pero posible efecto negativo sobre el interés económico general, no bastando un mero análisis conjetural o de imposible realización.

Para aplicar esta norma a las PMC debería además probarse la intencionalidad de adquirir las PMC con el objeto (al menos) de generar un perjuicio en la competencia, para -por ejemplo- enviar señales a o los competidores para desacelerar la competencia en el mercado en cuestión. Esto sería posible si existe evidencia empírica que demuestre que quien efectúa la adquisición o su vendedor, lo hacen como parte de un plan que les permita enviar señales a sus competidores para fomentar o generar una colusión tácita o expresa. Huelga decir que no existen antecedentes jurisprudenciales, ya sean administrativos o judiciales, donde esta posibilidad se haya reconocido, pero su similitud en cuanto a la redacción del artículo 1º con el artículo 101 del TFUE¹⁹⁴ y la aplicación que ha tenido éste último en los precedentes en Europa permiten inferir que dicha interpretación es válida también en nuestra normativa.

No hay que olvidarse que el sistema de control de operaciones de concentraciones económicas en Argentina tiene un fuerte arraigo en las normas y antecedentes existentes en la Unión Europea¹⁹⁵.

Bajo el mismo supuesto de interpretación normativa que ocurre en Europa, el artículo 1º de la LDC podría aplicarse a la investigación de la adquisición de PMC en la medida que exista un abuso de posición dominante. Siguiendo al artículo 102 del TFUE dice el artículo 1º de la LDC que *“están prohibidos los actos o conductas, de cualquier forma manifestados, relacionados con la producción e intercambio de bienes o servicios, que*

¹⁹⁴ En tal sentido ver el desarrollo efectuado en el punto 4.2.1. de este trabajo.

¹⁹⁵ En tal sentido ver, Opinión Consultiva N° 124 de fecha 6-07-2001 y BIAGGINI, PABLO A. - BOLLATTI, JORGE L. “Los derechos protectorios del accionista minoritario en la teoría del control del capítulo III de la ley 25.156”, ob. cit., pag. 2.

constituyan abuso de una posición dominante en un mercado, de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general”.

Para que se entienda entonces que la adquisición de una participación minoritaria de un competidor, directa o indirecta, constituye entonces un abuso de posición dominante, debe, como requisito indispensable, efectuarse por un agente que tenga una posición de dominio en el mercado donde adquiere las participaciones minoritarias de su competidor. Esto constituye de por sí una limitación en su aplicación, pues como hemos visto en la sección 3 del presente trabajo, los efectos unilaterales o concertados, producto de tal tipo de adquisiciones se producen aún en aquellos casos donde quien adquiere no goza de una posición de dominio. Sí es verdad que debemos tener que hablar de un mercado con pocos jugadores y donde el ingreso es dificultoso, lo que torna más posible la hipótesis de que exista un empresa que goce de dicha posición de dominio.

Lamentablemente, al igual de lo que pasa en el supuesto de acuerdo, no existen precedentes en nuestra jurisprudencia que haya aplicado –o ni siquiera sugerido la aplicación- de esta norma para regular las PMC.

6.3. Jurisprudencia.

En la Argentina los antecedentes donde la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia¹⁹⁶ ha estudiado el caso de participaciones minoritarias entre competidores siempre se han desarrollado en el marco del sistema de notificación de operaciones de concentraciones económicas.

Así en el caso LAPA¹⁹⁷, el Sr. Eduardo Eurnekian que era titular de un usufructo sobre las acciones del mayor accionista minoritario de Aeropuertos Argentina 2000 (AA2000), que representaban el 35% de su capital social, adquirió el 45% de las acciones de LAPA. AA2000 explotaba los 32 aeropuertos de la Argentina y LAPA era una empresa dedicada al transporte aéreo de pasajeros y carga. En aquél caso la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (CNDC) entendió que si bien se adquiría una participación minoritaria, esta otorgaba el control de hecho por parte de Eurnekian sobre ambas empresas. La operación culminó con la orden de modificar las participaciones y demás hechos jurídicos

¹⁹⁶ Me refiero a los Dictámenes de la CNDC aunque se reconoce que el acto administrativo y la decisión final siempre ha recaído sobre el Secretario de Estado de turno, como autoridad de aplicación de la derogada Ley N° 25.156 o la vigente Ley N° 27.442.

¹⁹⁷ Resolución SCDyDC N° 29 de fecha 27-09-2002, en autos “LAPA, FEXIS S.A., ELENOR S.A., EDUARDO EUREKIAN Y OTROS (CONC. 335) S/ NOTIF. ART. 8 LEY 25.156”, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/323.pdf> el 27-05-2020.

que le permitan tener a los compradores el control de hecho o derecho sobre LAPA. Ello implicó que se permitió quedar con participaciones minoritarias sobre la empresa pero siempre que ellas no le otorguen el control de o la influencia sobre la objeto. Hay que recordar que el mercado en cuestión era oligopólico (4 de las empresas que participaban en las diferentes rutas a nivel nacional tenían casi el 100% de las cuotas de mercado, y LAPA tenía aproximadamente el 38%). La hipótesis de daño era sobre un posible cierre de mercado dado que AA2000 era monopolista en lo que hacía al servicio aeroportuario en Argentina.

Luego, en la opinión consultiva motivada en el caso APE CABLEVISIÓN¹⁹⁸ la CNDC analizó la adquisición indirecta por parte de Grupo Clarín del 20% de las participaciones sociales de CABLEVISIÓN, producto del Acuerdo Preventivo extrajudicial que había sido aprobado judicialmente de esta última empresa. Grupo Clarín, tenía el co control sobre VLG, junto con FINTECH. Luego, VLG tenía el 40% de las acciones de CABLEVISIÓN, y existía un acuerdo de accionistas tanto en VLG como en CABLEVISIÓN. Por el primero, las tenencias que ostentaba VLG sobre CABLEVISIÓN serían ejercidas directamente por sus controlantes directos sobre CABLEVISIÓN. Esto hacía en la práctica que del 40% de las acciones que había adquirido post APE sobre CABLEVISIÓN, Grupo Clarín –a través de VISTONE- iba ejercer directamente el 20% sobre esa empresa. Cabe recordar que Grupo Clarín era controlante indirecto de MULTICANAL, mayor competidor de CABLEVISIÓN en el mercado de televisión por cable. Los otros accionistas de CABLEVISIÓN eran HMTF, con el 40% y público inversor en la bolsa de comercio con el 20%. Adicionalmente, producto del acuerdo de accionistas sobre CABLEVISIÓN, Grupo Clarín elegiría a dos miembros del Directorio de CABLEVISIÓN, de un total de 10. Esos directores debían ser, sin embargo, independientes conforme las normas de la bolsa de comercio de Estados Unidos. El acuerdo decía además que Grupo Clarín no podría designar ningún empleado clave en CABLEVISIÓN ni podía obtener ninguna clase de información sensible para la competencia de esta empresa. Las decisiones se tomaban por la mayoría simple de los votos del directorio y solo se necesitaba sus votos para aprobar cuestiones que eran defensivas de sus intereses económicos, a saber: la modificación de los estatutos sociales, la fusión o escisión de CV o sus subsidiarias, la constitución de gravámenes o el otorgamiento de préstamos fuera del curso ordinario de los negocios,

¹⁹⁸ Opinión Consultiva N° 219, de fecha 21-03-2006, consultada en http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/219_1.pdf el 2-06-2020.

el endeudamiento de la sociedad por importes mayores a ciertos ratios financieros, la presentación de CV en concurso preventivo o la celebración de un acuerdo preventivo extrajudicial, etc. La CNDC entendió que las prerrogativas estipuladas contractualmente, según lo informado por los accionistas de CABLEVISIÓN a favor de Grupo Clarín –a través de VISTONE-, se referían a cuestiones tendientes a la protección de su inversión, mas no determinan por sí solas la posibilidad de ejercer el control de o la influencia sustancial sobre esa empresa. Así consideró que la operación no quedaba sujeta a la notificación obligatoria. De esta manera, permitió que existan PMC sin efectuar ningún análisis de fondo sobre los posibles efectos unilaterales o concertados para la competencia producto de tal adquisición.

Contemporánea a dicha consulta se presentó la OPI N° 126¹⁹⁹, donde como consecuencia del Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE) de MULTICANAL, la empresa FINTECH se quedaba con el 33.48% de las acciones de esta empresa y el 13.3% de los derechos a voto de dicha firma. Vale recordar que para ese momento FINTECH tenía un control indirecto sobre CABLEVISIÓN, pues había adquirido gran parte del porcentaje accionario que antes tenía HTMF en dicha empresa y que CABLEVISIÓN era el principal competidor de MULTICANAL. En este caso, las partes también indicaron que no había control sino mera inversión financiera, aunque podían designar 3 de 10 directores y tenían derechos de veto sobre decisiones tales como: fusión o escisión, endeudamiento en más de 20 millones de dólares, venta o transferencia de activos de la sociedad, aumentos de capital o aportes irrevocables, propuestas relativas a la distribución de dividendos, distribución del capital, rescate, amortización de acciones, rescisión de contratos con proveedores cuya relación supere los 25 millones de dólares, modificación del estatuto de MULTICANAL, celebración de contratos con empresas vinculadas al Grupo Clarín, decisiones que modifiquen el negocio de la sociedad, o que modifiquen los honorarios de los directores, entre otras. En este caso la CNDC no llegó a expedirse sobre el fondo, declarando abstracto el análisis, pues luego a esta operación MULTICANAL terminó fusionándose con CABLEVISIÓN y eso fue sujeto al análisis de la Autoridad de Aplicación²⁰⁰. Por omisión -lamentablemente- se

¹⁹⁹ Dictamen CNDC N° 24 del 2-02-2017, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/opi126.pdf> el 2-06-2020.

²⁰⁰ Resolución SCI N° 257, del 7-12-2007, Dictamen CNDC N° 637, del 7-12-2007, en autos “GRUPO CLARÍN S.A., VISTONE LLC., FINTECH ADVISORY INC., FINTECH MEDIA LLC., VLG ARGENTINA LLC. Y CABLEVISIÓN S.A. S/ NOTIFICACIÓN ARTÍCULO 8° LEY 25.156 (CONC. 0596)” consultada en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/CONC-596.pdf> el 2-06-2020.

convalidó en la práctica la tenencia de estas importantes PMC, sin hacer un análisis de los efectos que éstas podían traer a los mercados involucrados.

Más tarde, en el caso TELEFÓNICA/TELECOM²⁰¹, la CNDC consideró que una participación minoritaria debía ser notificada y estaba sujeta al sistema de control de operaciones de concentraciones económicas. En aquél caso las empresas TELEFÓNICA, S.A., ASSICURAZIONI GENERALI S.p.A., SINTONIA S.A., INTESA SANPAOLO, S.p.A y MEDIOBANCA S.p.A., a través de la firma TELCO S.p.A., adquirieron el 23% de las acciones de TELECOM ITALIA, que controlaba en Argentina a TELECOM ARGENTINA. A su vez, TELEFONICA controlaba en el país a su principal competidor, TELEFONICA DE ARGENTINA (TASA), en varios mercados de telecomunicaciones e internet. TELEFONICA solo tenía un 42% de las acciones de TELCO, y esta empresa el casi 24% de las acciones de la controlante de TELECOM ARGENTINA. La CNDC entendió que esa pequeña participación indirecta que tenía TELEFONICA sobre TASA era suficiente para otorgarle influencia sustancial, de manera tal que podían verse afectados los incentivos para competir de la empresa TELECOM ARGENTINA. En este caso, la influencia sustancial era suficiente para desencadenar la obligación de notificación y el posterior análisis de sus efectos bajo tal sistema. De esta manera la decisión concluyó con la aceptación de un compromiso de conductas, donde se creó una “chinese wall” para evitar cualquier tipo de intercambios de información entre estas dos empresas de manera que se pudieran consensuar conductas. La decisión, sin embargo, no resolvió los efectos unilaterales que la participación de interés que el Grupo TELEFÓNICA tenía sobre TELECOM ARGENTINA, generaba a la hora de tomar sus propias decisiones de precios. Es verdad, sin embargo, que tal como vimos en el punto 3.1.1. del presente trabajo, el efecto diluyente por la *divertio ratio* en caso de aumento de precios que tenía la escasa participación sobre la controlante de TELECOM ARGENTINA pudo jugar, sin lugar a dudas, en contra de los incentivos que tenía TELEFÓNICA a la hora de fijar la política comercial de su propia empresa. Esto es así porque como el recupero a través del beneficio proporcional a su participación indirecta en TELECOM ARGENTINA era muy bajo en base a su bajo porcentaje de participaciones, el punto de equilibrio hasta donde el aumento de precios le fuera rentable, podría haber sido muy bajo. Ahora bien, las medidas conductuales que implicaron un

²⁰¹ Dictamen CNDC N° 835 del 12-10-2010, en autos “PIRELLI & C S.P.A. Y OTROS S/ NOTIFICACIÓN ARTÍCULO 8 LEY 25.156”, consultado en <https://www.movistar.com.ar/images/avisos-legales/dictamen-cndc-835-2010.pdf> el 27-05-2020.

muro entre ciertas decisiones que se tomaban en TELECOM ARGENTINA, no pudieron resolver los potenciales incentivos a producir una colusión tácita entre TASA y TELECOM ARGENTINA. En mercados prácticamente duopólicos, como los estaban en juego en el análisis del caso, es más evidente que estos efectos podrían haberse generado con cierta probabilidad²⁰².

Luego, en el caso NEXTEL²⁰³, la empresa CABLEVISIÓN adquiriría el control sobre NEXTEL COMMUNICATIONS ARGENTINA. CABLEVISIÓN era una empresa que ofrecía productos y servicios de televisión por cable, internet residencial y servicios mayoristas de provisión de infraestructura. NEXTEL, por su parte, ofrecía servicios de telecomunicaciones móviles. La cuestión era que CABLEVISIÓN –para esa fecha-estaba controlada por Grupo Clarín, aunque la empresa FINTECH MEDIA tenía un 14% aproximadamente de las participaciones de ésta. FINTECH MEDIA era para entonces co controlante de TELECOM ARGENTINA, una competidora directa de NEXTEL en el mercado de comunicaciones móviles. La Autoridad de Aplicación entendió que dicho porcentaje de participación no otorgaba a FINTECH MEDIA ni control ni influencia sustancial sobre CABLEVISIÓN, que –en definitiva- era controlada de manera exclusiva por el Grupo Clarín. En dicha oportunidad no se efectuó ningún análisis o mención a los potenciales efectos unilaterales o coordinados que podían surgir producto de la PMC²⁰⁴. Finalmente, y más recientemente, en el caso LABORATORIOS FERRING/INVESTI FARMA²⁰⁵, INVESTI FARMA adquiriría de FERRING veinte productos farmacéuticos,

²⁰² Hay autores como Lucas Grosman que no estuvieron de acuerdo con analizar este tipo de participaciones. En tal sentido ver “Teléfonos a control Remoto” (2015), consultado en https://www.udesa.edu.ar/Revista/Detalle/10_4517_Lucas-Grosman-Telefonos-a-control-remoto-el-20-05-20, donde el autor no cree que las PMC pueden ser objeto de notificación en nuestro país.

²⁰³ Dictamen CNDC N° 61 de fecha 20-03-2007, en autos “CABLEVISIÓN S.A., NII MERCOSUR TELECOM SLU Y NII MERCOSUR MÓVILES SLU S/ NOTIFICACIÓN ART. 8° LEY 25.156 (CONC. 1300), consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/conc%201300.pdf> el 27-05-2020, y Dictamen CNDC N° 230 de fecha 13-10-2017, en autos “NEXTEL COMMUNICATIONS ARGENTINA S.R.L., WILLIAN KOGAN, ANDREW SILVERMAN, CARLOS JOSÉ JOOST NEWBERY, CARLOS DIEGO VÍCTOR JASOON HARDIE, PABLO JOSÉ LOSADA Y CARLOS LUIS LEIZEROV S/ NOTIFICACIÓN ART. 8 DE LA LEY 25.156 (CONC. 1340)”, consultada en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/conc%201340.pdf> el 27-05-2020.

²⁰⁴ Es de notar que al poco tiempo CABLEVISIÓN se fusionó con TELECOM ARGENTINA, por lo que los efectos verticales y horizontales fueron analizados en el Dictamen CNDC N° IF-2018-30740468-APN-CNDC#MP, de fecha 28-06-2018, en autos “CABLEVISIÓN S.A., CABLEVISIÓN HOLDING S.A., TELECOM ARGENTINA S.A., FINTECH MEDIA LLC Y FINTECH TELECOM LLC S/ NOTIFICACIÓN ART.8 LEY N° 25.156 (CONC. 1507)”, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/CONC%201507.pdf> el 27-05-2020.

²⁰⁵ Dictamen CNDC N° IF-2018-64711437-APN-CNDC#MPYT, en autos “LABORATORIOS FERRING S.A., FERRING B.V. e INVESTI FARMA S.A. S/ NOTIFICACION ARTÍCULO 8° LEY N° 25.156 (CONC. 1144)”, de fecha 11 de diciembre de 2018, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/CONC%201144.pdf> el 27-05-2020.

con sus marcas, el know-how, fórmulas de fabricación, métodos de elaboración, especificaciones analíticas y método de control correspondientes. INVESTI FARMA es una empresa controlada por el Grupo Roemmers, un conjunto de empresas que componen los laboratorios más importantes en Argentina. A su vez, Grupo Roemmers, a través de GACOPAX, tiene el 44% de las acciones de GADOR, un laboratorio, controlado por la familia Fabbri, que era competidor de FERRING respecto de varios de los productos cedidos a INVESTI FARMA. En aquella oportunidad la CNDC entendió que la participación accionaria minoritaria indirecta del Grupo Roemmers “...en GADOR, sumada al hecho de ser un accionista estratégico –en tanto competidor activo-, proveen al Grupo Comprador acceso a información, incentivos y capacidad de generar efectos unilaterales o coordinados sobre la competencia”²⁰⁶. Para llegar a esa conclusión la CNDC estudió las Actas de Asambleas de GADOR, las cuales contienen todas las decisiones tomadas en la firma GADOR entre los días 30 de abril de 2011 y el 20 de mayo de 2016. Allí observó la ininterrumpida presencia de la totalidad de los directores propuestos por la firma GACOPAX, suscribiendo cada una de las actas acompañadas. Para la CNDC esta documentación acredita que GACOPAX tiene acceso a información sobre todas las decisiones comerciales, presupuestarias y financieras tomadas en las asambleas.

El antecedente es fundamental, porque es el primer caso en donde la Autoridad de Aplicación de la República Argentina en materia de Defensa de la Competencia, adoptó la postura ya prescrita en los Lineamientos para el Control de las Concentraciones Económicas antes citados, sobre las PMC. En este sentido, fue categórica al suponer que “La participación minoritaria en un competidor puede generar efectos sobre la competencia que no se producirían en su ausencia. Estos efectos pueden ser unilaterales o coordinados”. Dicho lo anterior la CNDC evaluó la participación combinada en aquellos mercados donde había solapamiento horizontal entre los productos que adquiriría INVESTI con aquellos que ofrecía GADOR. No es menor advertir, sin embargo, que si bien la CNDC no entendió que había control o influencia sustancial, tuvo en cuenta que en el caso concreto GACOPAX no es un simple inversor minoritario en GADOR. La empresa es parte del Grupo Roemmers, uno de los referentes más relevantes de la industria farmacéutica nacional. En la operación que se notifica, dicho grupo – a través de INVESTI – adquiriría productos que se encuentran en competencia con GADOR, lo que

²⁰⁶ Dictamen CNDC N° IF-2018-64711437-APN-CNDC#MPYT, cit., párrafo 25.

permitió entender que “...no puede dejarse de lado la situación particular en la que se encuentra el Grupo Comprador – a través de GACOPAX - respecto de la empresa GADOR S.A., en relación a los productos objeto de la operación notificada y que procede justipreciar debidamente esta singular situación en el análisis de los efectos sobre la competencia de la operación notificada, considerándola –al menos para este caso concreto- como empresa involucrada por el lado del Grupo ROEMMERS”²⁰⁷.

Es interesante ver en dicho Dictamen que, si bien es el primer y único antecedente donde la Autoridad de Aplicación reconoce el potencial peligro de las participaciones minoritarias pasivas para la competencia, no utiliza para el análisis de los efectos unilaterales ninguno de los índices desarrollados especialmente para tal situación (no se usa ni el MHHI ni el PPI) sino que se usan las herramientas clásicas para el análisis de concentraciones económicas.

7. Conclusiones.

La adquisición de participaciones minoritarias entre competidores puede generar efectos tanto unilaterales como coordinados.

En un mercado perfectamente competitivo, el punto donde se maximiza las ganancias se da cuando el precio es igual a su costo marginal. Sin embargo, en un mercado de competencia imperfecta con un número limitado de competidores y productos que son diferenciados, la disminución de competencia lleva a que el costo marginal no iguale a los precios. En ese contexto, cada firma toma en cuenta que tiene algunas posibilidades (aunque limitadas) de controlar el precio que cobra. Se da cuenta que puede cobrar precios mayores, aunque tenga una producción menor de la esperada. La combinación óptima entre precios y producción se encuentra así afectada por los costos, el número de sus competidores, el grado de diferenciación de los productos que vende y los precios que cobran el resto de las empresas del mercado. Cuando una empresa adquiere participaciones de otra, ya sean sea en forma parcial o en su totalidad, lo que se produce es que en esta ecuación, tomará en cuenta no solo una empresa, sino que verificará el efecto tanto en la ganancia de la empresa en cuestión como en la que participa. Y esto es independiente de que la participación sea o no controlante. Puesto que solo basta con que la empresa adquiera una porción de interés financiero que le permita “recuperar” parte de pérdida por el aumento de precios de su propia empresa. Ello puede alterar los incentivos

²⁰⁷ Dictamen CNDC N° IF-2018-64711437-APN-CNDC#MPYT, cit., párrafo 29.

unilaterales que tiene dicha firma para actuar competitivamente diferente en el mercado, de manera que la competencia se ve lesionada y el interés económico general (entendido como excedente del consumidor) se ve perjudicado.

De la misma forma, se puede decir que las ganancias de corto plazo por desviarse de un acuerdo serán menores si tienen PMC. Esto es así pues las empresas (adquirente y objeto) internalizan parte de las pérdidas infligidas en las otras firmas del acuerdo cuando se desvían. Eso tiende a estabilizar la coordinación entre las firmas de la industria. En un oligopolio a la Cournot, por un lado, las PCM implican que la firma internaliza parte de las pérdidas que infligen a sus rivales cuando se desvían del acuerdo. Por otro lado, se suaviza la competencia por el mercado seguido de una caída del acuerdo colusivo que aumenta los incentivos de la firma a desviarse. Sin embargo, en la práctica el primer efecto suele primar sobre el segundo porque de lo contrario las firmas no tendrían incentivos en tener participaciones minoritarias en sus rivales²⁰⁸.

Por su parte Reynolds y Snapp (1986) le asignan a las PMC la capacidad de fortalecer la estabilidad de los acuerdos colusivos, siempre que las que tengan las participaciones sean las empresas maverick sobre las dominantes, de manera que estas últimas lo vean como un compromiso de competir menos vigorosamente.

La forma de legislar la adquisición de participaciones minoritarias es diferente según la normativa que se aplique. Existen dos grandes formas de regular las mismas: como conductas anticompetitivas, mediante un control ex post facto; o dentro de los regímenes de control de concentraciones económicas, usualmente de forma previa (ex ante).

En el primer caso, suelen usarse normas referidas a conductas horizontales (colusión) o como abuso de posición dominante. En el segundo caso, existen normas que establecen límites objetivos que disparen el análisis previo, o bien únicamente las regulan para el supuesto en que exista influencia o control.

En Europa existen precedentes jurisprudenciales que admiten aplicar al caso los artículos 101 del TFUE (acuerdos concertados) o el artículo 102 del TFUE (abuso de posición dominante). El problema que tiene esta forma de regulación es que en el primer caso, queda limitado a que la adquisición se efectúe por contrato. Si bien un contrato de compraventa de acciones puede considerarse un acuerdo, esta conclusión no resulta tan obvia en aquellos supuestos en los que la participación minoritaria se adquiere mediante sucesivas adquisiciones de instrumentos de capital en mercados negociados o para el caso

²⁰⁸ Gilo, Moshe y Spiegel (2005), ob. cit., pag. 5.

de la escritura de constitución de una empresa, cuyo objetivo suele ser determinar la gobernanza corporativa de la empresa y la relación entre esta y sus accionistas. Además, las teorías del daño derivado de las adquisiciones de participaciones minoritarias son similares a las derivadas de las adquisiciones de control, a saber, efectos horizontales, no coordinados y verticales. La limitación viene además dada porque el artículo 101 TFUE será de aplicación a la situación posterior a la adquisición de la participación en aquellos casos en los que la presencia de representantes de una empresa en los órganos de administración de otra sea utilizada como plataforma de un intercambio ilegítimo de información.

Respecto de la aplicación del artículo 102 del TFUE, la aplicación de esta norma a las PMC puede ser insuficiente en tanto para que la Comisión pueda intervenir aplicando el artículo 102 del TFUE, el comprador de la participación minoritaria tendría que estar en una posición dominante, y la adquisición debería constituir un abuso. En consecuencia, las circunstancias en las que la Comisión puede intervenir contra el perjuicio a la competencia derivado de las adquisiciones de participaciones minoritarias serían, por lo tanto, muy reducidas.

En el caso de aplicar el sistema de control de operaciones de concentración económica en Europa, el problema es que depende de la adquisición de una participación de control, de manera que está inserta en el análisis más global de aquella otra. Además si la operación no fue implementada entonces no puede ser disuelta. Esto significa que en caso de que el último paso de una operación prohibida (por ej. la adquisición de la tenencia que otorga el control o la influencia decisiva sobre el objeto) no está implementada, entonces todos los pasos anteriores (esto es, la adquisición de participaciones minoritarias no controlantes) no pueden ser desafiadas por la decisión de la Comisión²⁰⁹. En ese mismo sentido, si la participación minoritaria se adquiere con posterioridad a la investigación de la Comisión, la Comisión no tiene competencia para hacer frente a los posibles problemas de competencia que se deriven de ella a pesar del hecho de que los problemas de competencia derivados de la participación minoritaria puedan ser similares a los que surjan cuando se ha adquirido el control.

En Estados Unidos, por su parte, la Sección 7ª de la Clayton Act establece la prohibición de efectuar la adquisición de cualquier parte de las participaciones de una compañía en la

²⁰⁹ Decisión de la Comisión Europea, de 27 de junio de 2007, en el asunto COMP/M.4439 – Ryanair/Aer Lingus, Diario Oficial C 47, de 20 de febrero de 2008, pp. 9-20. Volveré en detalle sobre este punto más adelante.

medida que dicha adquisición pueda o intente disminuir substancialmente la competencia²¹⁰. No es necesario que dicha participación otorgue el control de la objeto ni tampoco se exige un mínimo umbral para que dicha exigencia se configure. Aunque la Sección 7^a no se aplica si: a) la adquisición es hecha solamente con el propósito de inversión; o b) o fue hecha sin la intención de ejercer su voto, o para disminuir sustancialmente la competencia o intentar disminuir sustancialmente la competencia. Los tribunales han sido a lo largo del tiempo bastante indulgentes con la interpretación de la excepción “solo para inversión”, lo que atenta contra un control previo y efectivo de las PMC en dicha jurisdicción.

En Argentina existe una norma que expresamente desarrolla el potencial problema para la competencia que pueden traer las PMC²¹¹. Sin embargo, hay otros dos problemas para su aplicación y control efectivo.

Primero, no existe en la normativa una forma explícita que determine si las mismas son analizadas dentro del sistema de control de concentraciones económicas o como conducta anticompetitiva. La falta de certeza sobre este punto, deja abierta –por interpretación similar con lo que ocurre en Europa- la posibilidad de aplicar un control a través de las dos formas. Ya sea recurriendo al control de operaciones de concentración cuando exista un cambio de control y las PMC se den entre las tenencias que tienen dichas empresas sobre otras, trayéndolas al análisis como empresas involucradas²¹²; o bien, mediante un control ex post aplicando los dos supuesto del artículo 1º de la LDC (como acuerdo o como abuso de posición de dominio).

El problema es que ante la inexistencia de antecedentes jurisprudenciales sobre la aplicación de las herramientas de conductas al análisis de las PMC en caso de que no haya una operación de concentración económica notificada, torna débil la hipótesis de aplicación, dejándola sujeta a la interpretación judicial en última instancia.

²¹⁰ Se ha entendido incluso que la adquisición de menos del 25% de las acciones de una sociedad pueden infringir la competencia. Así se falló en *United States v. E.I. du Pont de Nemours & Co.*, 353 U.S. 586, 602-07 (19961) (adquisición del 23% viola § 7); *Denver & Rio Grande*, 387 U.S. at 501-04 (adquisición del 20% de warrants, se entendió que generan efectos anticompetitivos bajo la § 7); *American Crystal Sugar Co. v. Cuban-American Sugar Co.*, 259 F.2d 524, 526, 531 (2d Cir. 1958) (adquisición del 23% de las acciones viola la § 7); *Crane Co. v. Harsco Corp.*, 509 F. Supp. 115, 123-25 (D. Del. 1981) (adquisición del 20% de las acciones fueron analizadas bajo la § 7 por efectos horizontales y verticales); *United Nuclear Corp. v. Combustion Eng'g, Inc.*, 302 F. Supp. 539, 540, 552-55 (E.D. Pa. 1969) (adquisición del 21% de las acciones viola la § 7); *Hamilton Watch Co. v. Benrus Watch Co.*, 114 F. Supp. 307, 313, 317 (D. Conn.) (adquisición del 24% de las acciones viola § 7), *affd*, 206 F.2d 738 (2d Cir. 1953). Todo estos ejemplos pueden encontrarse en O'Brian y Salop (1999), *ob. cit.*, pag. 565.

²¹¹ Resolución N° 208 de la Secretaría de Comercio, de fecha 11 de abril de 2018, *ob. cit.*

²¹² Caso LABORATORIOS FERRING/INVESTI FARMA, Dictamen CNDC N° IF-2018-64711437-APN-CNDC#MPYT, *cit.*

Además, el análisis de sus efectos a través de los Lineamientos para el Control de las Concentraciones Económicas permite inferir que –al menos para la Autoridad de Aplicación- su regulación debe estar en el camino del control de operaciones de concentraciones económicas.

La reciente modificación de la Ley N° 27.442 incorporó al inciso l) del artículo 2°, la prohibición expresa de la posibilidad de que exista participación simultánea de una persona humana en cargos ejecutivos relevantes o de director en dos o más empresas competidoras entre sí, tornándola una práctica absolutamente restrictiva de la competencia. Esto es con una presunción jure et de jure que genera un perjuicio al interés económico general. Entiendo que se perdió en dicho caso la oportunidad histórica de incorporar el análisis de las PMC, definiendo en forma clara el camino procesal por donde regularlas en nuestro país. Mientras tanto, debemos conformarnos con la incorporación de análisis de sus efectos en los Lineamientos para el Control de las Concentraciones Económicas que parece habilitar –sin dudas- su estudio a través del sistema de concentraciones económicas, no ya como una notificación previa y obligatoria –salvo que exista producto de su adquisición al menos influencia sustancial- pero como parte de las empresas involucradas del grupo comprador y el grupo objeto.

8. Bibliografía.

8.1. Doctrina.

1. AREEDA, P. y TURNER, D.F. (1978), *Antitrust Law. An Analysis of Antitrust Principles and their Application*, 7 volúmenes, Little, Brown & C., Boston.
2. BRESNAHAN T. F. y SALOP S. C. (1986), *Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures*, en *International Industrial Organization*.
3. DUBROW, J.B., (2001), *Challenging The Economic Incentives Analysis Of Competitive Effects In Acquisitions Of Passive Minority Equity Interests* (2001), *Antitrust Law Journal*, Vol. 69, No. 1, pp. 113-145, consultado en https://www.jstor.org/stable/40843513?seq=1#page_scan_tab_contents el 1-10-2019.
4. EZRACHI, A. y GILO, D., (2006), *EC Competition Law and the Regulation of Passive Investments Among Competitors*, *Oxford Journal of Legal Studies*, Volume 26, Issue 2, pag. 327–349, consultado el 25-07-2019 en <https://academic.oup.com/ojls/article-abstract/26/2/327/1475198>
5. FARRELL, J. y SHAPIRO, C., (1990), *Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis*, *The American Economic Review* 107.
6. FISCALÍA NACIONAL ECONÓMICA (2013), *Participaciones Minoritarias y Directores Comunes Entre Empresas Competidoras*, consultado en <https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2017/10/Participaciones-minoritarias.pdf> el 15-05-2020.
7. FLATH, DAVID, (1991), *When is it rational for firms to acquire silent interests in rivals?*, *International Journal of Industrial Organization*, Volume 9, Issue 4, 1991, Pages 573-583, ISSN 0167-7187, disponible en [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90066-T](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90066-T), consultado el 30-04-2020 en <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/016771879190066T>.
8. FOLGUERA CRESPO, J.; GUTIÉRREZ HERNÁNDEZ, A. y ARRANZ FERNÁNDEZ, T. (2015), *Desarrollos Recientes En Control De Concentraciones. Regulación De Las Participaciones Minoritarias*, consultado el 25-07-2019 en <file:///C:/Users/doribe/Downloads/5630-12465-1-SM.pdf>
9. GILO, D. (2000), *The Anticompetitive Effect of Passive Investment*, *Michigan Law Review*, vol. 99, p. 1-47.

10. GILO, D., MOSHE, Y. y SPIEGEL, Y. (2005), Partial Cross Ownership and Tacit Collusion, RAND Journal of Economics, Forthcoming, consultado en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=691224 el 5-12-2019.
11. IVALDI, M., JULLIEN, B., REY, P., SEABRIGHT, P. y TIROLE, J. (2003), Final Report for DG Competition, European Commission. IDEI, Toulouse, pág. 67, consultado en http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/wp/2003/tacit_collusion.pdf el 12-05-2020.
12. MALUEG, D.A. (1992), Collusive Behaviour and Partial Ownership of Rivals, en International Journal of Industrial Organization, vol. 10, p. 27, consultado en <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016771879290045Z?via%3Dihub> el 5-12-2019.
13. MAYER/BROWN (2020), consultado en <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2010/11/minority-shareholding-and-antitrust-law-in-brazil> el 15-20-2020.
14. MORENO, D. (1999), Relaciones de Propiedad Cruzadas en Mercados Oligopolísticos. Consultado en <https://e-archivo.uc3m.es/bitstream/handle/10016/3894/de991104.pdf?sequence=1&isAllowed=y> el 25-07-2019.
15. O'BRIAN, D.P. y SALOP, S.C. (1999-2000), Competitive effects of partial ownership: Financial Interest and corporate control. Heinonline, Antitrust L.J. 559, consultado el 25-07-2019 en <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/antil67&div=24&id=&page=>
16. O'BRIAN, D.P. y SALOP, S.C. (2001), Competitive effects of passive minority equity interest: Reply. Heinonline, Antitrust L.J. 611, consultado el 25-07-2019 en <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/antil69&div=25&id=&page=>
17. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), (2008), Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates (DAF/COMP(2008)30), consultado en <https://www.oecd.org/daf/competition/mergers/41774055.pdf> el 20-09-2019.

18. PINI, G.D. (2012), Passive-Aggressive Investments: Minority Shareholdings and Competition Law, *European Business Law Review*, Vol. 23, No. 5, 2012, 151 Pages Posted: 16 Mar 2013 Last revised: 26 Jan 2015, , University of Milan - Department of Public, Civil Procedure, International and European Law; University of California, Berkeley - School of Law, Date Written: September 3, 2012, consultado el 25-07-2019 en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2233350 el 20-09-2019
19. REYNOLDS, R. J. y SNAPP, B. R. (1986), The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures, in *International Journal of Industrial Organization*, vol., 4, p. 141-153, Elsevier Science Publishers (North Holland).
20. REITMAN, DAVID, (1994), Partial Ownership Arrangements and the Potential for Collusion, *Journal of Industrial Economics*, consultado el 30-04-2020 en https://www.researchgate.net/publication/4992871_Partial_Ownership_Arrangements_and_the_Potential_for_Collusion.
21. SHAPIRO, C. (1996), Mergers with Differentiated Products, consultado en https://www.researchgate.net/publication/240114299_Mergers_with_Differentiated_Products el 5-12-2019.
22. SINICHIRO, A., INOUE, A., AE, J., y SUZUKI, M., Antitrust and Competition in Japan, consultado en <https://globalcompliancenews.com/antitrust-and-competition/antitrust-and-competition-in-japan/> el 14-05-2020.
23. STAAHL GABRIELSEN, T.; HJELMENG, E. y SØRGARD, L. (2011). Rethinking Minority Share Ownership and Interlocking Directorships: The Scope for Competition Law Intervention, *European Law Review Issue 6*, 2011, consultado el 25-07-19 en https://www.researchgate.net/profile/Erling_Hjelmeng/publication/289781846_Rethinking_Minority_Share_Ownership_and_Interlocking_Directorships_The_Scope_for_Competition_Law_Intervention/links/5a14a1270f7e9b925cd515ab/Rethinking-Minority-Share-Ownership-and-Interlocking-Directorships-The-Scope-for-Competition-Law-Intervention.pdf
24. WILSON CODDOU, J.I., Participaciones Minoritarias E Interlocking De Directores Entre Competidores, consultado el 25-07-2019 en <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/116545/Participaciones-minoritarias-e-interlocking-de-directores-entre-competidores.pdf?sequence=4&isAllowed=y>.

25. ZUNINO, J.O., Régimen de Sociedades Comerciales. Ley 19.550, Editorial Astrea, 1998, 15ª ed.

8.2. Jurisprudencia.

1. Consejo Administrativo de Defensa de la Economía (CADE), Acto de N° 53500.012487/2007, 7-04-2010, consultado en https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4509873/mod_resource/content/0/Voto%20Ragazzo%20Tim-Telecom.pdf el 15-05-2020.
2. Comisión Europea, asunto Nro. IV/33.440 Warner- Lambert/Gillette y otros, y IV/33.486 BIC/Gillette y otros, 10-11-1992, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A31993D0252> el 29-05-2020.
3. Comisión Europea, asunto Nro. IV/34857 – BT/MCI, 27-07-1994, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A31994D0579> el 29-05-2020.
4. Comisión Europea, asunto Nro. IV/34410 – Olivetti/Digital, 11-11-1994, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A31994D0771> el 29-05-2020.
5. Comisión Europea, asunto Nro. IV/M.42 – Alcatel/Telettra, 12-04-1991, Diario Oficial L 122, del 17-05-1991, pp. 48-55, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L:1991:122:FULL&from=IT> el 29-05-2020.
6. Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.2876 Newscorp/Telepiù, 2-04-2003, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2876_en.pdf el 29-05-2020.
7. Comisión Europea, asuntos acumulados C-68/94 y C-30/95 French Republic and Société commerciale des potasses et de l'azote (SCPA) and Entreprise minière et chimique (EMC) v Commission of the European Communities, 31-03-1998, consultado el 29-05-2020 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61994CJ0068>.
8. Comisión Europea, asunto Nro. IV/M.1383, Exxon/Mobil 29-09-1999, consultado el 29-05-2020 en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m1383_en.pdf.

9. Comisión Europea, asunto Nro. IV/M.1080, Thyssen/Krupp, 2-06-1998, Diario Oficial de Comunicaciones Europeas, pag. C252/7, consultado el 29-05-2020 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1998:252:FULL&from=EN>.
10. Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.1712, Generali/Ina, 12-01-2000, press release consultado en https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_00_29 el 30-05-2020, decisión completa únicamente en italiano en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m1712_it.pdf.
11. Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.2431, Allianz/Dresdner Bank, 7-01-2001, Diario Oficial de la Comunidad Europea del 16-06-2001, pag. C 172/19, consultado en <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7ab1d97-1e8e-4cc7-a917-526db9e1639d> el 30-05-2020.
12. Comisión Europea, asunto Nro. COMP/M.2567, Nordbanken/Postgirot, 8-11-2001, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2567_en.pdf el 30-05-2020.
13. Comisión Europea asunto Nro. M.3653, Siemens/VA Tech, 13-07-2005, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m3653_20050713_20600_en.pdf, el 30-05-2020.
14. Comisión Europea asunto Nro. IV/M.890, Blokker/Toys 'R' Us (II), 26-06-1997 consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m890_19970626_664_en.pdf, el 30-05-2020.
15. Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.2416, Tetra Laval/Sidel, 30-01-2002 consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2416_20020130_1240_en.pdf, el 17-06-2020.
16. Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.2283, Schneider Electric/Legrand, 30-01-2002, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2283_20020130_1240_en.pdf, el 17-06-2020.

17. Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.4439 – Ryanair/Aer Lingus, 27-06-2007, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m4439_20070627_20610_en.pdf, el 17-06-2020.
18. Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.6663 – Ryanair/Aer Lingus II, 27-02-2013 consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m6663_20130227_20610_3904642_EN.pdf, el 17-06-2020
19. Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.4153, Toshiba/Westinghouse, 19-09-2006 consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m4153_20060919_20212_en.pdf, el 17-06-2020.
20. Comisión Europea asunto Nro. COMP/M.540, IPIC/Man Ferrostaal AG, 13-03-2009, consultado en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m5406_20090313_20212_en.pdf, el 17-06-2020.
21. Comisión Europea, asuntos conjuntos Nros. 142 y 156/84, British-American Tobacco and R. J. Reynolds v. Commission, consultado en https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:61984CJ0142_SUM&from=DA, el 17-06-2020.
22. Comisión Europea, asuntos Nros. IV/33.440 Warner-Lambert/Gillette y otros, y Nro. IV/33.486 BIC/Gillette y otros, consultados en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:31993D0252>.
23. Comisión Europea, asunto Nro. IV/34.410, Olivetti-Digital, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:31994D0771&from=en> el 17-06-2020.
24. Comisión Europea, Caso COMP/M.3858, Lehman Brothers/Starwood/LeMeridien, 20-07-2005, consultado el 19-06-2020 en https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m3858_20050720_20310_en.pdf.
25. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 107 del 14-04-2001.

26. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 46 (confidencial) del 7-06-2000.
27. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 26 del 1-02-2000.
28. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 16 del 20-01-2000.
29. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 14 del 18-01-2000.
30. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva N° 219, del 21-03-2006, consultada en http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/219_1.pdf el 2/6/2020.
31. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 813 del 27-07-2010, Resolución Secretaría de Comercio Interior Nro. 181.
32. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 221 del 24-04-2006.
33. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 228 del 15-12-2006, Resolución Secretaría de Comercio Interior Nro. 71.
34. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 231 del 3-05-2007, Resolución Secretaría de Comercio Interior Nro. 100/2007.
35. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 645 del 4-01-2008, Resolución Secretaría de Comercio Interior Nro. 8/2008.
36. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 732 del 5-05-2009.
37. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 757 del 7-10-2009, Resolución Secretaría de Comercio Interior Nro. 731.
38. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. N° 619 del 5-09-2007, Resolución Secretaría de Comercio Interior Nro. 166/2007.
39. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Dictamen Nro. 738 del 26-06-2009, Resolución Secretaría de Comercio Interior Nro. 254/2009.
40. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 124 del 6-07-2001.

41. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 35 del 10-03-2000.
42. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 78 bis del 15-12-2000.
43. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 180 del 31-12-2003.
44. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Opinión Consultiva Nro. 219 del 21-03-2006.
45. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Dictamen CNDC N° 835 del 12-10-2010, en autos “PIRELLI & C S.P.A. Y OTROS S/ NOTIFICACIÓN ARTÍCULO 8 LEY 25.156”, consultado en <https://www.movistar.com.ar/images/avisos-legales/dictamen-cndc-835-2010.pdf> el 27-05-2020.
46. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Dictamen CNDC N° 61 del 20-03-2007, en autos “CABLEVISIÓN S.A., NII MERCOSUR TELECOM SLU Y NII MERCOSUR MÓVILES SLU S/ NOTIFICACIÓN ART. 8° LEY 25.156 (CONC. 1300), consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/conc%201300.pdf> el 27-05-2020
47. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Dictamen CNDC N° 230 del 13-10-2017, en autos “NEXTEL COMMUNICATIONS ARGENTINA S.R.L., WILLIAN KOGAN, ANDREW SILVERMAN, CARLOS JOSÉ JOOST NEWBERY, CARLOS DIEGO VÍCTOR JASOON HARDIE, PABLO JOSÉ LOSADA Y CARLOS LUIS LEIZEROV S/ NOTIFICACIÓN ART. 8 DE LA LEY 25.156 (CONC. 1340)”, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/conc%201340.pdf> el 27-05-2020.
48. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Dictamen CNDC N° IF-2018-30740468-APN-CNDC#MP, del 28-06-2018, en autos “CABLEVISIÓN S.A., CABLEVISIÓN HOLDING S.A., TELECOM ARGENTINA S.A., FINTECH MEDIA LLC Y FINTECH TELECOM LLC S/ NOTIFICACIÓN ART.8 LEY N° 25.156 (CONC. 1507)”, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/CONC%201507.pdf> el 27-05-2020.

49. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, Dictamen CNDC N° IF-2018-64711437-APN-CNDC#MPYT, del 11-12-2018, en autos “LABORATORIOS FERRING S.A., FERRING B.V. e INVESTITAR FARMAS S.A. S/ NOTIFICACION ARTICULO 8° LEY N° 25.156 (CONC. 1144)”, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/CONC%201144.pdf> el 27-05-2020.
50. Court of First Instance, Fifth Chamber, Caso Nro. T-102/96, Gencor Ltd v Commission of the European Communities, 25-03-1999, consultado el 27-05-20 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A61996TJ0102>.
51. FTC vs. Time Warner, Inc., Docket No. C-3709, Solo la demanda, 7-02-1997, consultado el 29-05-2020 en <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/cases/1997/02/c3709cmp.pdf> el 25-05-2020.
52. Secretaría de Comercio Interior, Resolución SCI N° 257, del 7-12-2007, Dictamen CNDC N° 637, del 7-12-2007, en autos “GRUPO CLARÍN S.A., VISTONE LLC., FINTECH ADVISORY INC., FINTECH MEDIA LLC., VLG ARGENTINA LLC. Y CABLEVISIÓN S.A. S/ NOTIFICACIÓN ARTICULO 8° LEY 25.156 (CONC. 0596)” consultada en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/CONC-596.pdf> el 2-06-2020.
53. Secretaría de la Competencia, Desregulación y Defensa del Consumidor, Resolución SCDyDC N° 29 de fecha 27-09-2002, en autos “LAPA, FEXIS S.A., ELENOR S.A., EDUARDO EUREKIAN Y OTROS (CONC. 335) S/ NOTIF. ART. 8 LEY 25.156”, consultado en <http://cndc.produccion.gob.ar/sites/default/files/cndcfiles/323.pdf> el 27-05-2020.
54. UK Competition Commission, case The Ryanair Holdings PLC and Aer Lingus Group plc, Inquiry Order, 11-06-2015 consultado el 29-05-2020 en <https://www.gov.uk/cma-cases/ryanair-aer-lingus-merger-inquiry>.
55. U.S. Court of Appeals for the Ninth Circuit, Caso Nro. 472 F.2d 882 (9th Cir. 1972), Golden Grain Macaroni Company, a Corporation v. Federal Trade Commission, 20-12-1972, consultado en <https://www.courtlistener.com/opinion/307958/golden-grain-macaroni-company-a-corporation-v-federal-trade-commission/> el 22-05-2020.

56. U.S. District Court for the Southern District of New York, *Anaconda Co. v. Crane Co.*, Case Nro. 411 F. Supp. 1210, 17-11-1975, consultado en <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/411/1210/1643097/> el 22-05-2020.
57. U.S. District Court for the Central District of California, *United States v. Tracinda Inv. Corp.*, Caso Nro. 477 F. Supp. 1093, 14-09-1979, consultado en <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/477/1093/1418357/> el 22-05-2020.
58. U.S. District Court for the District of Columbia, *United States v. U S West, Inc.*, 18-11-1996, Federal Register, Vol. 61, No. 223, pag. 58.703, consultado en <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1996-11-18/pdf/FR-1996-11-18.pdf> el 25-05-2020.
59. U.S. District Court for the District of Columbia, *United States vs. The Gillette Company, Wilkinson Sword, Inc., Stora Koppabergs Bergslags AB y Eemland Management Services BV*, Civil Action Nro. 90-053-TFH, 25-07-1990, consultado en <https://www.justice.gov/atr/case-document/file/931236/download> el 22-05-2020.
60. U.S. District Court for the District of Columbia, *U.S. v. Bain Capital and Thomas H. Lee Partners and Clear Channel Communications*, Caso Civil Nro. 1:08-cv-00245, 13-02-2008, consultado en <https://www.federalregister.gov/documents/2008/02/28/08-867/united-states-v-bain-capital-llc-thomas-h-lee-partners-lp-and-clear-channel-communications-inc> el 25-05-2020.
61. U.S. District Court for the District of Columbia, *United States v. AT&T Corp.*, Caso Nro. 98-3170, 30-12-1998, consultado en <https://www.justice.gov/atr/case-document/competitive-impact-statement-40> el 25-05-2020.
62. U.S. District Court for the District of Columbia, *United States v. AT&T Corp.*, Caso Civil Nro. 00-CV-1176, 25-05-2000, consultado en <https://www.justice.gov/atr/case/us-v-att-corp-and-mediaone-group-inc> el 25-05-2020.
63. U.S. Court of Appeal for the Sixth Circuit, *United States v. Dairy Farmers of Am., Inc.*, Caso Civil Nro. Civ.A. 03-206KSF, 25-10-2005, consultado en <https://casetext.com/case/us-v-dairy-farmers-of-america-inc> el 25-05-2020.

64. Tribunal de Justicia, Cámara Quinta, asunto Nro. T-342/99, Airtours PLC v. Commission, del 6-06-2002, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61999TJ0342> el 29-05-2020.
65. Tribunal de Justicia, Cámara Sexta, asunto conjuntos Nros. 142 y 156/84, British-American Tobacco Company Ltd and R. J. Reynolds Industries Inc. v Commission of the European Communities, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61984CJ0142> el 29-05-2020.
66. Tribunal de Justicia, asunto Nro. 6/72, Europemballage Corporation y Continental Can Company Inc. contra Comisión de las Comunidades Europeas, 21-02-1973, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A61972CJ0006> el 29-05-2020.
67. Tribunal de Justicia, Sala Quinta, asuntos acumulados Nros. C-395 y 396/96-P, 16-03-2000, Compagnie Maritime Belge Transports, consultada en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A61996CJ0395> el 29-05-2020.

8.3. Normativa.

1. Clayton Act, 15-10-1914, integra el Capítulo 15 del Código de Comercio de los Estados Unidos, 15 U.S. Code, Secciones § 12-27, consultada en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/12> el 2-06-2020.
2. Competition Act de Canadá, consultada en <https://laws.justice.gc.ca/eng/acts/C-34/index.html> el 14-05-2020.
3. Comunicación consolidada de la Comisión Europea sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, realizada de conformidad con el Reglamento (CE) no 139/2004 del Consejo, sobre el control de las concentraciones entre empresas (2008/C 95/01), consultada en <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:095:0001:0048:ES:PDF> el 19-05-20.
4. Decreto Ley N° 211 de Chile, versión refundida año 2016, consultado el 29-05-2020 en https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2010/12/DL_211_refundido_2016.pdf el 15-05-2020.

5. Decreto Nro. 89/2001 de Argentina (2001), consultado en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/65959/norma.htm> el 29-05-2020.
6. Decreto Nro. 480/2018 de Argentina (2018), consultado en <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/decreto-480-2018-310663/actualizacion> el 29-05-2020.
7. Enterprise Act del Reino Unido (2002), consultado el 29-05-2020 en <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2002/40/section/26> el 14-05-2020.
8. Federal Regulation Nro. 33,450, 33,465 (1978), de los Estados Unidos de América, consultada en https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/hsr_statements/43-fr-33450/780731fr43fr33450.pdf el 29-05-2020.
9. Federal Trade Commission Act de Estados Unidos de América, consultada en <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/cch/ftca.pdf> el 22-05-2020.
10. Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, de la República Federal de Alemania, del 26 de julio de 2011, consultada en <https://www.gesetze-im-internet.de/gwb/> el 14-05-2020.
11. Hard-Scott-Rodino Act, integra el Capítulo 15 del Código de Comercio de los Estados Unidos, 15 U.S. Code, Sección § 18 a, consultada en <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid%3AUSC-prelim-title15-section18a&edition=prelim> el 2-06-2020.
12. Ley Nro. 8884 de Brasil (1994), consultada en [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con5_uibd.nsf/21CF76FE617B496B052581DE0075A649/\\$FILE/Ley_N%C2%BA_8884.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con5_uibd.nsf/21CF76FE617B496B052581DE0075A649/$FILE/Ley_N%C2%BA_8884.pdf) el 15-05-2020.
13. Ley Nro. 19.550 de Argentina (1972), texto actualizado consultado en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm> el 2-06-2020.
14. Ley Nro. 25.156 de Argentina (1999) consultada en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/60000-64999/60016/texact.htm> el 29-05-2020.
15. Ley Nro. 27.442 de Argentina (2018) consultada en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/310241/norma.htm> el 29-05-2020.

16. Office of Fair Trading del Reino Unido, Mergers – Substantive Assessments Guidance (2003), consultado en <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/555de40de5274a74ca0000eb/oft516.pdf> el 14-05-2020, pag. 9
17. Resolución SC Nro. 208/2018 de Argentina (2018), consultado en <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/305000-309999/308818/norma.htm> el 29-05-2020.
18. Reglamento del Consejo Europeo (CE) No 139/2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004R0139&from=EN> el 19-05-2020.
19. Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, Versión consolidada, C 326/47, Diario Oficial de la Unión Europea del 26-12-2012, consultado en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=FR> el 13-05-2020.
20. U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, Guidelines on the assessment of horizontal mergers (2010), consultado en <https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010> el 12-05-2020.