

**LA GUÍA PARA LAS FUSIONES DE EMPRESAS
EN ESTADOS UNIDOS:
EL RETO DE CÓMO MEDIR LA COMPETENCIA**

*Emilio Huerta Arribas
Vicente Salas Fumás*

Octubre 2023



**LA GUÍA PARA LAS FUSIONES DE EMPRESAS
EN ESTADOS UNIDOS:
EL RETO DE CÓMO MEDIR LA COMPETENCIA**

*Emilio Huerta Arribas
Vicente Salas Fumás*

Octubre 2023

LA GUÍA PARA LAS FUSIONES DE EMPRESAS EN ESTADOS UNIDOS: EL RETO DE CÓMO MEDIR LA COMPETENCIA*

Emilio Huerta Arribas

Universidad Pública de Navarra y Funcas

Vicente Salas Fumás

Universidad de Zaragoza y Funcas

El pasado mes de julio, el Departamento de Justicia, DJ, y la Comisión Federal para el Comercio, CFC, de Estados Unidos publicaron para consulta pública, el texto revisado de la Guía para las Fusiones Corporativas (*Mergers Guidelines, MG-2023*)¹. Las primeras *MG* se publicaron en 1968. Los objetivos del documento original, y de las sucesivas actualizaciones, han sido, proporcionar seguridad jurídica a las empresas, e informar a los tribunales de justicia sobre los criterios con los que las autoridades federales de defensa de la competencia analizarán la estructura y el funcionamiento de los mercados y, en su caso, oponerse a fusiones corporativas que “puedan reducir la competencia de forma sustancial”.

Las *MG-2023* tienen como antecedente próximo la orden presidencial “Promoting Competition in the American Economy”² en la que la administración Biden declara su determinación por recuperar la competencia en la economía americana, en claro retroceso a lo largo de los últimos cuarenta años. La orden menciona como síntomas de la falta de competencia, la alta concentración empresarial en muchos mercados de alcance nacional –desde la información y las comunicaciones a los servicios sanitarios y los servicios fúnebres–, los altos precios y márgenes empresariales, los bajos salarios y la creciente desigualdad. Y hace responsables del deterioro competitivo a los tribunales de justicia por la aplicación laxa y permisiva de las leyes “antitrust”, particularmente a la hora de permitir fusiones y adquisiciones empresariales que habían sido inicialmente rechazadas por las agencias federales.

Las *MG-2023* tratan de recuperar el significado de “competencia” tal como la interpretó el Tribunal Supremo de Estados Unidos en la primera mitad del siglo XX –defensa frente la concentración de poder económico y político por parte de las corporaciones empresariales–, en contraposición con los criterios de eficiencia económica que han prevalecido en las decisiones de los tribunales de justicia de menor rango en los últimos cincuenta años. Se aprovecha también para incorporar cambios en los criterios de valoración de las fusiones verticales, de adquisiciones exprés de nuevos entrantes en los mercados por parte de empresas establecidas dominantes en los mismos, y en el análisis de las conductas de las plataformas tecnológicas.

La publicación de las *MG-2023* está generando un debate público valioso y de alto nivel entre economistas y juristas, profesores y consultores en Estados Unidos³ en el que subyace la pregunta de qué significa, cómo se

* Agradecemos los comentarios de Juan José Ganuza. Una versión resumida de esta nota técnica se publicó en *The Conversation España*, https://theconversation.com/estados-unidos-quiere-actualizar-sus-normas-sobre-competencia-empresarial-210689?utm_medium=email&utm_campaign=Novedades%20del%20da%203%20septiembre%202023%20en%20The%20Conversation%20

¹ <https://www.justice.gov/atr/d9/2023-draft-merger-guidelines>

² <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2021/07/09/executive-order-on-promoting-competition-in-the-american-economy/>

³ Véase por ejemplo <https://www.promarket.org/>

caracteriza y cómo se mide la “competencia” en pleno siglo XXI, y, en este contexto, los autores encontramos una oportunidad para realizar unas breves reflexiones personales.

Los economistas de nuestra generación aprendimos sobre el funcionamiento de los mercados y la formación de precios y márgenes con el estudio del llamado paradigma “estructura, conducta y resultados” (*ERC*), formulado por economistas de Harvard en el primer tercio del siglo pasado. Cada palabra lleva implícita una forma de definir la competencia, estructural, conductual y consecuencial. En la primera, la competencia se valora a partir de características relativamente permanentes (estructurales) del mercado, y se describe con medidas de concentración (número de empresas y diferencias de tamaños), diferenciación de producto, barreras a la entrada, relaciones verticales... La conducta competitiva se asocia con acciones dirigidas a reducir costes y precios, a innovar con mejores bienes y servicios, en beneficio de los consumidores, y excluye comportamientos colusorios que monopolicen el funcionamiento de los mercados. Finalmente, la visión consecuencial de la competencia considera un mercado más o menos competitivo en función de si los resultados para los consumidores y otros interesados, se acercan más o menos a los que se le atribuye a la competencia perfecta (por ejemplo, la igualdad entre precio y coste marginal).

El paradigma establece, además, una relación de causa efecto desde la estructura a los resultados del mercado, de manera que en última instancia reduce las tres visiones de la competencia a una sola, la estructura de los mercados y, dentro de ella, a la concentración empresarial del mercado. Así, mercados poco concentrados y sin barreras a la entrada generarán conductas y resultados competitivos, mientras que la concentración y las altas barreras a la entrada favorecen conductas colusorias y resultados de monopolio. Hasta los años setenta del siglo pasado, la defensa de la competencia, particularmente en lo referente a la aprobación o no de fusiones entre empresas, se concreta, sobre todo, en evitar una alta concentración de los mercados. Se trata de conseguir un objetivo económico, alineado con el objetivo político de evitar concentraciones de poder que deriven en influencias políticas no deseadas por parte de las grandes empresas.

El abandono del paradigma *ERC*, y la aparición en los ochenta de un nuevo enfoque de defensa de la competencia tiene una doble explicación, política y técnica. La política, atribuye el cambio a la influencia de la presidencia de Ronald Reagan, defensora del neoliberalismo y de políticas más favorables al interés de las corporaciones. En este sentido la administración Regan se habría dejado influir por la visión sobre competencia y las fusiones empresariales promovida por economistas y juristas de la Universidad de Chicago, defensores de utilizar criterios de eficiencia económica (impacto sobre el bienestar para los consumidores), frente a los criterios de estructura de mercado del paradigma *ECR*, en las actuaciones de las agencias federales de defensa de la competencia y en las decisiones judiciales. La explicación técnica relaciona el final del paradigma *ECR* con la aparición de la llamada Nueva Economía Industrial, NEI, que estudia el funcionamiento de los mercados a través de la teoría de juegos. El foco de estudio se desplaza a la conducta; la estructura de los mercados y los resultados (en términos de beneficios privados y de bienestar social) son endógenos, y se evalúan en condiciones de equilibrio estático (costes-precios) y dinámico (innovación y mejora de la productividad). La relación causal entre estructura y resultados se rompe y el foco se desplaza hacia la conducta y los resultados, diferenciando entre eficiencia estática (relaciones entre precios y costes) y dinámica (innovación).

A posteriori, muchos analistas consideran que el argumento de la eficiencia fue una excusa para que los tribunales de justicia se mostraran tolerantes con la concentración empresarial alineándose, expresa o implícitamente, con los intereses de las grandes empresas. Son los mismos que aplauden que las *MG-2023* reduzcan la importancia de la eficiencia económica como criterio de aprobación de las fusiones, y prescindan de la opinión “tecnocrática” de los economistas. Otros en nuestra profesión, en cambio, consideran un retroceso que las *MG-2023* sustituyan criterios técnicos por la jurisprudencia judicial anterior a los años ochenta en las decisiones de aprobación o no de las fusiones corporativas, y las critican por introducir criterios de estructura y de poder sin tener en cuenta las consecuencias para el bienestar de los consumidores.

En nuestra opinión, un mercado solo puede calificarse de competitivo cuando ofrece posibilidades reales de elegir a las personas que se relacionan con las empresas, en los mercados de productos y en los mercados de factores de producción. La *estructura* del mercado tiene que ver con las posibilidades de elegir, pero priorizar

la estructura sin tener en cuenta la *conducta* y los *resultados* puede llevar a sacrificar la eficiencia, penalizando comportamientos procompetitivos de empresas que ganan cuota de mercado porque ofrecen una mejor relación de calidad-precio que sus competidores. Se impone, por tanto, una visión multidimensional de la competencia como la que propone el paradigma *ECR*, aunque sustituyendo la causalidad unidireccional por una relación sistémica entre las tres versiones del mismo concepto, adaptada a las realidades del entorno del siglo XXI: la globalización económica (mercados que saltan las fronteras nacionales y competencia entre empresas sujetas a diferentes normas legales en países con gobiernos más o menos intervencionistas), el desarrollo de tecnologías y plataformas digitales (con economías de red que favorecen la concentración), y las exigencias de sostenibilidad medioambiental (en cuyo nombre se aplican políticas industriales de tintes proteccionistas con volúmenes enormes de deducciones fiscales y subvenciones). Por eso, el análisis económico y el rigor técnico serán, si cabe, más necesarios que nunca para entender el alcance y complejidad de las transformaciones que se están produciendo en las estrategias empresariales, regulación, políticas públicas y tecnología que condicionan y están alterando la competencia en los mercados nacionales e internacionales.

Aunque es de esperar que el texto final de las *MG-2023* tenga una influencia notable sobre la dinámica económica en Estados Unidos y por extensión al resto del mundo por la importancia de la economía y las empresas de ese país, para nuestra sorpresa, el debate sobre las *MG* apenas tiene eco en Europa, y menos aún en España. Algunos acontecimientos recientes, sin embargo, deberían alertarnos de la relevancia de prestar atención a los debates que tienen lugar en aquel país. Uno, aparentemente más mediático que técnico, tiene que ver con los artículos periodísticos que utilizan la compra del paquete de acciones de Telefónica por el fondo soberano saudí para justificar fusiones entre compañías europeas (fusiones transfronterizas), en telecomunicaciones y otros sectores de actividad. Las operaciones corporativas transfronterizas permitirían ganar dimensión, lo cual actuaría de factor disuasorio para las operaciones de toma de participaciones significativas no deseadas, por el elevado desembolso económico que sería necesario realizar. Que las fusiones y adquisiciones aporten ganancias de eficiencia o no queda, erróneamente a nuestro juicio, en un segundo plano. El otro acontecimiento es más sustantivo. Unos días antes de que se publicara el borrador sobre las *MG-2023*, el 13 de julio de 2023, el Tribunal Europeo de Justicia, TEJ, hace pública por primera vez una interpretación sobre el test que se aplica para el control de fusiones en la UE (“que resulten en un impedimento para la competencia efectiva”) en oligopolios, sin que se presuman conductas colusorias por parte de las empresas. El pronunciamiento surge con motivo del Caso C-376/20 P que se inicia en 2016 cuando la Comisión Europea bloquea la adquisición de Telefónica Europe Plc (O2) por CK Telecoms que, de producirse, habría reducido el número de operadores en teléfonos móviles en el Reino Unido de cuatro a tres. La decisión fue recurrida por las empresas y el Tribunal General de la Unión Europea anuló la decisión de prohibición de la Comisión. La Comisión, por su parte, apeló la anulación ante el tribunal superior. En su pronunciamiento de julio pasado, el TEJ da la razón a la Comisión, enmienda los argumentos “erróneos” del tribunal inferior, y ratifica la interpretación restrictiva sobre condiciones para una “competencia efectiva” que se aplicaron en un primer momento. Será interesante estar atentos a cómo reacciona la UE ante los cambios en las actuaciones en materia de defensa de la competencia en Estados Unidos, en un momento en el que, además, se va a producir el relevo del liderazgo en la Comisaría de Competencia de la Comisión.

Bienvenidas en cualquier caso las *MG-2023*, y bienvenido el debate que se suscita en torno a ellas sobre cómo hacer compatible la desconcentración del poder económico (descentralización del poder y más democracia) con el mantenimiento de los incentivos al buen hacer empresarial del que dependen las mejoras en la eficiencia, tanto en el corto (más productividad y menores costes) como en el medio y largo (innovación). En su plenitud, la competencia refuerza la influencia de las decisiones descentralizadas de los actores económicos en los resultados colectivos, y sustituye y hace innecesarias decisiones administrativas arbitrarias y centralizadoras.

Anexo: Un ejemplo sencillo de explicación, valoración y posicionamiento de la defensa de la competencia sobre fusiones empresariales, desde la economía industrial

En un mercado con producto homogéneo existen tres empresas que producen con los mismos costes de producción. La función (inversa) de demanda viene dada por, $p = 1 - Q$, $Q = q_1, q_2, q_3$, donde p es el precio de venta y q_i es la producción de la empresa i . El coste unitario de producción, el mismo para las tres empresas, es igual a $c = \frac{1}{2}$. La solución de equilibrio en el mercado con las tres empresas compitiendo a la Nash da los siguientes resultados (ECT, significa excedente de los consumidores total):

$$q_i^N = \frac{1}{8}, i = 1, 2, 3, Q^N = \frac{3}{8}, p^N = 1 - \frac{3}{8} = \frac{5}{8}; Beneficio_i = \left(\frac{5}{8} - \frac{1}{2}\right) \frac{1}{8} = \frac{1}{64}; ETC = \frac{1}{2} \left(1 - \frac{5}{8}\right) \frac{3}{8} = \frac{9}{128} \quad [1]$$

Nos preguntamos por los incentivos de las empresas a fusionarse en la situación actual. Si dos empresas, la 1 y la 2, por ejemplo, se fusionan, el oligopolio se convierte en un duopolio. En el equilibrio Nash cada empresa produce $\frac{1}{6}$, el precio de equilibrio es igual a $\frac{2}{3}$ y el beneficio por empresa es igual a $\frac{1}{36}$. Antes de la fusión, los beneficios conjuntos de las empresas 1 y 2 son $2 * \frac{1}{64} = \frac{1}{32}$. La empresa fusionada obtiene un beneficio total igual a $\frac{1}{36}$, menor que la suma de los beneficios de cada una cuando se mantienen separadas $\frac{1}{32}$. La gran ganadora de la fusión es la empresa que no se fusiona. Por tanto, todo lo demás igual, ninguna empresa tiene incentivos a fusionarse y espera que sean las otras las que lo hagan.

Supongamos ahora que la fusión permite a las empresas 1 y 2 ahorros importantes en los costes de producción, de manera que los costes unitarios posfusión son, respectivamente, $c_{1,2} = \frac{1}{4}$; $c_3 = \frac{1}{2}$. Repitiendo los cálculos del equilibrio Nash con dos empresas y costes desiguales, los resultados son los siguientes,

$$q_{1,2}^N = \frac{1}{3}, q_3^N = \frac{1}{12}, Q^N = \frac{5}{12}, p^N = \frac{7}{12}; Beneficio_{1,2} = \frac{1}{9}, Beneficio_3 = \frac{1}{144}; ETC = \frac{1}{2} \left(1 - \frac{7}{12}\right) \frac{5}{12} = \frac{25}{288} \quad [2]$$

En la situación anterior a la fusión las tres empresas producen la misma cantidad y, por tanto, la cuota de mercado de cada una es igual a $\frac{1}{3}$. Con la fusión que ahorra costes, la empresa fusionada, más eficiente, en el nuevo equilibrio, consigue una cuota de mercado del 80 % ($\frac{1}{3}$ sobre $\frac{5}{12}$) mientras que la empresa no fusionada reduce su cuota de mercado de un tercio al 20 %. El aumento en la concentración del mercado es evidente: el índice de Herfindhal (suma de las cuotas de mercado) antes de la fusión es igual a $\frac{1}{3}$ y después de la fusión aumenta hasta 0.68, más del doble. Por otra parte, en el equilibrio posfusión el precio de venta es más bajo que en el equilibrio previo a la fusión, $\frac{5}{8} > \frac{7}{12}$.

El beneficio de la empresa fusionada supera holgadamente la suma de los beneficios individuales antes de la fusión, mientras que la empresa 3, que ahora produce a un coste más alto, sale perjudicada por la ganancia en eficiencia de las fusionadas. El ahorro en los costes de producción y las expectativas de aumento de beneficios para las empresas fusionadas, son incentivos suficientes para esperar que las empresas culminen la fusión. Por otra parte, los consumidores también salen ganando con la fusión porque el ahorro en costes de producción se traslada en parte a un descenso en el precio de venta, la cantidad producida y consumida aumenta, al igual que el excedente de los consumidores, $\frac{25}{288} > \frac{9}{128}$.

Discusión desde la defensa de la competencia

Cuando se fusionan empresas que no pueden demostrar ganancias de eficiencia, en forma de menores costes en este caso, las autoridades de defensa de competencia deben extremar la alerta porque, en una primera instancia, la fusión es contraria al interés por el beneficio económico que debería explicar la decisión. La sospecha fundada debe ser que las empresas se fusionan porque con ello el mercado se concentra más y en mercados más concentrados (dos competidores) la colusión tácita se sostiene mejor que en mercados menos concentrados (tres competidores). En todo caso, el empeoramiento de la eficiencia asignativa en forma de precio más alto,

menos cantidad y menos excedente de los consumidores, debería ser suficiente razón para que las autoridades de defensa de la competencia se opusieran a la fusión.

Cuando la fusión reduce los costes de producción de las empresas fusionadas, el análisis desde la defensa de la competencia será, en general, más complicado y obligará a tener cuenta criterios que pueden llevar a decisiones opuestas. Por supuesto, no todas las fusiones darán lugar a ahorros de costes suficientemente altos como para que, a pesar de reducirse el número de competidores, el precio de mercado después de la fusión sea inferior al precio antes de la fusión y el excedente del consumidor aumente, como sí ocurre en el ejemplo ilustrativo anterior. Si así fuera y la fusión no proporciona ganancias para los consumidores, la autoridad de defensa de la competencia podría oponerse porque la fusión no pasa el test de eficiencia. Por otra parte, en la ilustración anterior donde la fusión reduce los costes a la mitad, el descenso en el precio y el aumento en el excedente del consumidor sí pasan el test de eficiencia. Para oponerse a la fusión las autoridades de defensa de la competencia deberán recurrir a otros argumentos o criterios, por ejemplo, el aumento de la concentración (y la mayor facilidad para la colusión tácita), la estructura de mercado con la empresa fusionada en una posición de dominio con el 80 % del mercado... criterios que descansan en una visión de la competencia distinta a la de los resultados del mercado. ¿Son suficientes estas condiciones para defender que la fusión de las dos empresas puede reducir sustancialmente la competencia, antes que la fusión se produzca? Esto es lo que las agencias y eventualmente los jueces deberán determinar.

