



## El resurgimiento en Europa del debate relativo a las adquisiciones de participaciones minoritarias que no otorgan control’ a raíz de otro debate suscitado al otro lado del Atlántico en asuntos de ‘propiedad común’ o ‘*common-ownership*’



*By Miguel Verdeguer Segarra\**

Ya ha transcurrido casi media década desde que la Comisión Europea (‘Comisión’) publicara el “suficientemente” conocido Libro Blanco *‘Hacia un control más eficaz de las concentraciones de empresas en la UE’*.<sup>1</sup> El Libro Blanco que, además de pivotar sobre el sistema de remisión de casos entre la Comisión y las Autoridades Nacionales de Competencia, puso sobre la mesa una propuesta orientada a captar jurisdiccionalmente las ‘adquisiciones de participaciones minoritarias que no otorgan control’. Las conocidas *‘non-controlling minority shareholdings’* por su nombre en inglés. La cuestión suscitada acerca de las adquisiciones minoritarias no fue visto con buenos ojos por parte de una amplia mayoría de los grupos de interés que decidieron participar en la consulta pública.

El Libro Blanco propuso, en particular, un ‘sistema de transparencia selectivo’ que permitiera a la Comisión evaluar las adquisiciones minoritarias que no otorgan control por parte del Reglamento N° 139/2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas (‘Reglamento de Concentraciones’).<sup>2</sup>

Jurisdicciones como la de la Unión Europea (‘UE’), cuyo concepto de concentración depende en última instancia de la habilidad por parte de la empresa adquirente para ejercer (cierta) ‘influencia’ sobre la política estratégica de la empresa objetivo, se basan fundamentalmente en una escala de diferentes gradaciones de ‘control’ como prueba decisiva para decidir que transacciones pueden ser efectivamente definidas como ‘concentración’.<sup>3</sup> En consecuencia, aquellas operaciones que no confieren control quedan fuera del ámbito jurisdiccional del Reglamento de Concentraciones.

\*Lawyer & Economist, specialized in Competition Law, currently (“Ph.D Candidate at University CEU San Pablo in Madrid (SPAIN)/ “Investigador de formación del Programa de Doctorado de Derecho y Economía de la CEU- Escuela Internacional de Doctorado CEINDO”)

<sup>1</sup> Libro Blanco, “Hacia un control más eficaz de las concentraciones de empresas en la UE”, COM(2014) 449 final, 9 de Julio de 2014

<sup>2</sup> Id., p. 12, párr. 45

<sup>3</sup> Barry E. HAWK & Henry L. HUSER, “Controlling the Shifting Sands: Minority Shareholdings Under EEC Competition Law”, Fordham

El palpable escepticismo por parte de los operadores del mercado hacia la propuesta de la Comisión motivó a que ésta reordenara sus prioridades y así prestar más atención a lo que, aparentemente, es más apremiante.<sup>4</sup> No obstante, hacia mediados de 2016 lo que ya parecía un vago recuerdo de los “famosos” ‘*non-controlling minority shareholdings*’ resultó volver a acechar el panorama de futuros debates tanto académicos, profesionales como institucionales. El principal desencadenante de esta reacción viene dado por la publicación de un artículo en la conocida *Harvard Business Review*, el cual sacó a la luz una serie de hechos y cifras en materia de ‘propiedad en común’ (*‘common-ownership’ issues*) a través de adquisiciones minoritarias que presumiblemente no otorgan control.

La cuestión es que, al parecer, al tiempo que la Comisión publicó el Libro Blanco de 2014, ésta no alertó suficientemente sobre las consecuencias de este escenario en el que también juegan un papel relevante las adquisiciones de participaciones minoritarias que no otorgan control. Escenario que viene dado por la propiedad común por parte de inversores institucionales de determinados vínculos estructurales entre empresas directamente competidoras.

Siendo responsables de al menos la mitad del volumen de transacciones que se realizan en la Bolsa de Nueva York, los ‘inversores institucionales’ se configuran como organizaciones de grandes dimensiones que, por medio de la puesta en común de fondos procedentes de los miembros que los integran, adquieren diversos activos procedentes de distintas empresas para, por medio de la creación de una cartera diversificada, evitar el riesgo que supone concentrar la inversión en un único emisor.<sup>5</sup>

Esta práctica consistente, en general, en la realización de inversiones de carácter meramente ‘pasivo’, está dirigida, *a priori*, a la compra de valores financieros sin ninguna otra intención más que la de generar un retorno de inversión al menor coste y riesgo posible. La compra de acciones en el capital de una ‘empresa objetivo’ es normalmente llevada a cabo en pequeñas proporciones de tal forma que el capital destinado a la inversión pueda repartirse entre un amplio abanico de empresas lo que en definitiva permite diversificar el riesgo. De esta forma, a efectos de Derecho de la Competencia, cualquier intento por controlar el comportamiento de un determinado sector económico puede pasar fácilmente desapercibido a los ojos de quien ejecuta la ley si ésta está basada en la noción de ‘control’. Para que el adquirente pueda esquivar las normas de Control de Concentraciones éste tiene que, inevitablemente, pasar por debajo del umbral jurisdiccional inferior de todos aquellos regímenes sobre los que puede impactar la operación en cuestión.

El principal peligro radica en aquel mercado de carácter oligopolístico donde los competidores cuentan con accionistas en común ya que, en dicho escenario, se podrían propiciar comportamientos colusorios que acaben por desviar el esfuerzo invertido en el rendimiento individual de las empresas hacia un rendimiento colectivo del sector económico al que pertenecen.<sup>6</sup>

En un discurso pronunciado en Washington por Dña. Kara Marlene Stein, la Comisaria lanzó a la audiencia

---

<sup>4</sup> Discurso de la Comisaria de Competencia, Margrethe Vestager, “Refining the EU merger control system”, Studienvereinigung Kartellrecht, Bruselas, 10 de Marzo de 2016

<sup>5</sup> Investopedia: “What’s the difference between institutional and non-institutional investors?”, Nueva York

<sup>6</sup> OECD, “Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition”, DAF/COMP(2017)10, 29 de

la siguiente pregunta: ¿La voluntad de las empresas para competir e invertir en innovación se ve de algún modo afectada por la concentración de propiedad?<sup>7</sup> Esta observación no fue casual sino que más bien invitaba a la reflexión ante el contexto que ofrece el hecho de que cada vez un mayor número de sociedades de gestión inviertan masivamente en activos emitidos por empresas que compiten entre sí. La inquietud derivada de la citada cuestión “cruzó el charco” cuando la Comisaria de Competencia de la Unión Europea, Dña. Margrethe Vestager, dejó entrever que la Comisión vigilaría de cerca este tema en un intento de elucidar si realmente se trata de una práctica extendida.<sup>8</sup>

El sector bancario de los Estados Unidos representa un buen ejemplo de este fenómeno. El mundo académico sugiere que hay una gran diferencia en los resultados competitivos entre aquellas regiones donde la propiedad de los bancos se encuentra más concentrada en determinados grupos de inversión y aquellas otras áreas territoriales donde éste no es el caso.<sup>9</sup> En los condados de los Estados Unidos donde hay un incremento de ‘propiedad común’ los bancos tienden a aumentar sus comisiones de las cuentas de depósito así como a bajar el tipo de interés del ahorro.<sup>10</sup>

A finales de 2017, Bloomberg se aventuró a predecir que, en apenas menos de una década, los gestores de fondos de inversión mundiales *BlackRock* y *Vanguard* aglutinarán cerca de 20 trillones de dólares en activos.<sup>11</sup> Las citadas empresas de gestión de inversiones junto a otras, de también gran relevancia, tienen en su poder participaciones minoritarias que no otorgan control en los principales bancos de Estados Unidos tales como *JP Morgan Chase*, *Bank of America*, *Wells Fargo* o *Citigroup*.

Se pueden detectar ‘solapamientos de propiedad’, como acuña el presente artículo, en otros sectores económicos de gran relevancia como el de la aviación, la comunicación telefónica, los supermercados e incluso el de las bebidas refrescantes.<sup>12</sup> Por ejemplo, cuando se trata de la competencia existente entre compañías aéreas las tarifas de vuelo pertenecientes a una ruta determinada tienden a subir desde el momento en que aumenta la propiedad en común de aquellas compañías que compiten en esa ruta en particular.<sup>13</sup> Otros, por contra, consideran que hay una falta de evidencia empírica suficiente que demuestre tal relación entre las tarifas aéreas y la propiedad en común de la industria aeronáutica.<sup>14</sup>

Lo que parece estar claro es que el mundo académico debe desarrollar en mayor medida la llamada ‘Teoría del Daño’ aplicable a situaciones de propiedad en común de vínculos estructurales en empresas competidoras. Parte de la literatura existente relativa a los efectos anticompetitivos derivados de este escenario puede por supuesto resultar de utilidad y, por medio de un ejercicio de abstracción, aquella otra

---

<sup>7</sup> “The Markets in 2017: What’s at Stake?”: Discurso pronunciado por la Comisaria Kara M. Stein el 24 de Febrero de 2017

<sup>8</sup> Discurso pronunciado por la Comisaria europea de Competencia Margrethe Vestager en Innsbruck en el coloquio de FIW el 16 de Febrero de 2018

<sup>9</sup> Martin SCHMALZ, “One Big Reason There’s So Little Competition Among U.S. Banks”, *Harvard Business Review*, 13 de Junio de 2016; En referencia a José AZAR, Sahil RAINA & Martin Schmalz, “Ultimate Ownership and Bank Competition”, 23 de Junio de 2016.

<sup>10</sup> Ibidem.

<sup>11</sup> Rachel EVANS, Sabrina WILLMER, Nick BAKER & Brandon KOCHKODIN, “BlackRock and Vanguard Are Less Than a Decade Away From Managing \$20 Trillion: Two towers of power are dominating the future of investing”, *Boomerang News*, 4 de Diciembre de 2017

<sup>12</sup> Antonio GOMES & James MANCINI, “The new and controversial theories of harm stemming from common minority ownership of competing firms”, *Competition Policy International*, Enero de 2018, p. 2

<sup>13</sup> Martin SCHMALZ, “One Big Reason There’s So Little Competition Among U.S. Banks”, *Harvard Business Review*, 13 de Junio de 2016

<sup>14</sup> Patrick DENNIS, Kristopher GERARDI & Carola SCHENONE, “Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the

que aborda los efectos derivados de situaciones de ‘propiedad cruzada’. La propiedad cruzada tiene lugar cuando son las propias empresas competidoras las que mantienen vínculos estructurales entre sí a través de la compra de participaciones en sus respectivos capitales. Siguiendo las teorías de Salop y O’Brien, el adquirente de una participación minoritaria en un competidor sin que le otorgue control alguno sobre éste último incentiva igualmente una subida de precios por parte del primero puesto que puede recuperar las pérdidas, de manera proporcional a su participación, de aquellos clientes que deciden marcharse al competidor en el que realizó la citada inversión.<sup>15</sup> De acuerdo con la OCDE, (‘OECD’) por sus siglas en inglés, la citada teoría sobre incentivos unilaterales en los precios puede resultar de aplicación al ámbito de ‘propiedad común’ expuesto más arriba.<sup>16</sup>

Podría afirmarse, además, el hecho de que cuanto mayor sea la cantidad de participaciones minoritarias que no otorgan control compradas por un grupo inversor en empresas que compiten entre sí mayor será la facilidad con la que se pueda acceder a información sensible de las empresas objetivo y, por extensión, facilitar la coordinación de las mismas. En realidad, cuando la propiedad de compañías rivales es coincidente el intercambio de información puede, a cierto nivel, funcionar a modo de ‘*hub-and-spoke*’ donde el inversor institucional está en posición de actuar como centro o ‘hub’ de distribución de información procedente de los enlaces o ‘spokes’ que representan las empresas rivales sobre las que tiene participaciones. Esta práctica conduciría inequívocamente a un comportamiento colusorio. Debe ser recordado que una mera invitación a coordinar los comportamientos de los operadores en el mercado es suficiente para que tenga lugar una ‘conspiración ilícita’ y que tan sólo basta la acción de un solo agente para que pueda tener lugar un cártel.<sup>17</sup>

Algunas soluciones para abordar el aparente problema objeto de estudio del presente artículo ya han sido puestas sobre la mesa, si bien éstas parecen ser un tanto rigurosas.

Por ejemplo, la introducción de una prohibición sobre la diversificación de carteras de inversión en una misma industria a menos que el inversor se comprometa a realizar dicha diversificación con una finalidad puramente financiera.<sup>18</sup> Otros abogan por establecer un techo sobre el porcentaje de acciones que puedan ser adquiridas por un inversor institucional en el capital social de empresas competidoras. Así, hay académicos que defienden la introducción de un *safe-harbor* o puerto seguro de tan sólo un 1% de forma que ningún inversor institucional pueda invertir en más de una empresa que pertenezca a un mercado oligopolístico ni tan siquiera comunicarse con los respectivos directores.<sup>19</sup>

En cualquier caso y tal cual es argumentado por el profesor Elhauge, ya va siendo hora de que la normativa

---

<sup>15</sup> Steven C. SALOP & Daniel P. O'BRIEN, “Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control”, *Antitrust Law Journal*, Vol. 67, 2000, pp. 606-607

<sup>16</sup> OECD, “Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition”, DAF/COMP(2017)10, 29 de Noviembre de 2017, p. 18, párr. 33

<sup>17</sup> Edward B. ROCK & Daniel L. RUBINFELD, “Antitrust for Institutional Investors”, *Law & Economics Research Paper Series, New York University School of Law*, Working Paper N°. 17-23, Draft 7/6/2017, Julio de 2017, p. 4

<sup>18</sup> Antonio GOMES & James MANCINI, “The new and controversial theories of harm stemming from common minority ownership of competing firms”, *Competition Policy International*, Enero de 2018, p. 4

<sup>19</sup> Eric A. POSNER, Fiona SCOTT MORTON, & E. GLEN WEYL, “A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional

Antitrust incida en la problemática que encierra el tema de la ‘propiedad común’.<sup>20</sup> Sin embargo, lo que está claro es que el Derecho de la Competencia de la Unión Europea carece a día de hoy de las herramientas necesarias para abordar cualquier problemática eminentemente relacionada con la adquisición de participaciones minoritarias que no otorgan control. Como apuntó el Tribunal General de la Unión Europea con ocasión del conocido caso *Ryanair/Aer Lingus*, si el legislador hubiese deseado otorgar a la Comisión poderes más amplios que aquellos que constan en el Reglamento de Concentraciones, entonces habría dictado una norma a ese efecto.<sup>21</sup> Tal y como está a día de hoy la normativa de la Unión Europea, ni el Reglamento de Concentraciones, como ya se ha apuntado anteriormente, ni los Artículos 101 y 102 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) están diseñados apropiadamente para lidiar con problemas de ‘propiedad común’ que deriven de la compra de adquisiciones minoritarias que no otorgan control.

En lo que concierne al Artículo 101 TFUE, no es posible saber con total certeza las circunstancias en las que la adquisición de una participación minoritaria que no otorga control puede constituir un ‘acuerdo’, en particular si la adquisición es realizada en bolsa;<sup>22</sup> Y para que pueda resultar de aplicación el Artículo 102 TFUE a las adquisiciones de participaciones minoritarias que no otorgan control, la empresa adquirente debe ostentar una ‘posición de dominio’ en el mercado y la adquisición del vínculo estructural debe ser considerada como ‘abusiva’ lo que, en definitiva, limita en gran medida la aplicación del precepto en estos casos.<sup>23</sup>

En todo caso, se puede sugerir a la Comisión, si alguna vez desea entrar a regular los potenciales problemas de competencia que eventualmente pueden surgir del solapamiento de propiedad de participaciones minoritarias que no otorgan control en el capital de empresas competidoras por parte de inversores institucionales, el cumplimiento de tres pasos o requisitos cumulativos:

- 1) Profundizar, por medio de una investigación detallada, en el verdadero problema que representan los asuntos de *common-ownership* en el Espacio Económico Europeo (‘EEE’) con la finalidad de arrojar luz a las dudas que suscita la aplicación de la ‘Teoría del Daño’ en estos casos así como su presencia real e impacto en el EEE.

Si la investigación demuestra que este tipo de problemas plantean una amenaza real para la competencia en el EEE entonces la Comisión debería proceder a modificar el Reglamento de Concentraciones a fin de regular las adquisiciones de participaciones minoritarias que no otorgan control.

---

<sup>20</sup> Einer ELHAUGE, “Essay Horizontal Shareholdings”, *Harvard Law Review*, Vol. 129, 10 de Marzo de 2016, p. 1317

<sup>21</sup> Sentencia del Tribunal General (Cámara Tercera) con ocasión del Caso T-411/07, *Aer lingus Group contra la Comisión*, 6 de Julio 2010

<sup>22</sup> Documento de Trabajo de la Comisión, “Hacia un control más eficaz de las concentraciones de empresas en la UE”, SWD(2013) 239 final, 25 de Junio de 2013, p. 6

- 2) Bien volver a plantear la posibilidad de implementar el propuesto ‘sistema de transparencia selectivo’ y evaluar así la conveniencia de su aplicación o bien proponer algún sistema alternativo que permita reducir el estándar de ‘influencia decisiva’.

El establecimiento de un marco legal homogéneo para todos los inversores de participaciones pasivas dotaría al sistema de una mayor seguridad jurídica. De esta manera se podría reducir el riesgo que supone el hecho de que el inversor aproveche los vacíos legales para evitar que sus transacciones caigan dentro del ámbito jurisdiccional de la normativa supranacional europea.

- 3) Una vez ampliado el concepto de ‘concentración’ y por ende incluido en el mismo a las adquisiciones de participaciones minoritarias que no otorgan control, el legislador puede proceder a incorporar en el Reglamento de Concentraciones provisiones adicionales que aborden cualquier especificidad que plantee la figura del inversor institucional como pueda ser, por ejemplo, el establecimiento de umbrales o *safe-harbors* que respondan a la particularidad de los asuntos de propiedad común.