

Κοινοί μέτοχοι σε εταιρίες της ίδιας σχετικής αγοράς και ενωσιακό δίκαιο του ανταγωνισμού

**ΕΤΑΙΡΙΑ ΜΕΛΕΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ
4^ο ΣΥΝΕΔΡΙΟ - ΒΟΛΟΣ 27-29.9.2019**

Δημήτρης Ν. Τζουγανάτος
Καθηγητής Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ, Δικηγόρος
dtzouganatos@tzouganatoslaw.gr

Ι. Το πρόβλημα: Οι περιορισμοί του ανταγωνισμού που προκαλούνται από κοινούς μετόχους ανταγωνιστών

Ορολογικές διευκρινίσεις:

«Οριζόντια συμμετοχή» (*“Horizontal shareholding”*)

η συμμετοχή επενδυτών, κυρίως θεσμικών, στο κεφάλαιο εταιριών της ίδιας σχετικής αγοράς. Συνώνυμο **«κοινή συμμετοχή»** (*“common shareholding”*).

Η συμμετοχή κοινών μετόχων δημιουργεί έμμεσο δεσμό μεταξύ των εταιριών, στις οποίες γίνεται η επένδυση.

Αντιθέτως, άμεσος δεσμός μεταξύ εταιριών δημιουργείται με τη **«σταυροειδή συμμετοχή»** (*“cross shareholding”*), όπου ανταγωνιστές συμμετέχουν ο ένας στο κεφάλαιο του άλλου

Το ενδεχόμενο ελέγχου του cross shareholding έχει πρόσφατα απασχολήσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Α. Έλεγχος του *cross shareholding*? **Από την *Aer Lingus* στη Λευκή Βίβλο του 2014**

Αφετηρία: οι αντιφατικές εκτιμήσεις της απόκτησης από τη Ryanair του 24.9% των μετοχών της ανταγωνίστριας Aer Lingus από Επιτροπή ΕΕ και Competition Commission του Ηνωμένου Βασιλείου (CC).

Επιτροπή: συμμετοχές χωρίς δυνατότητα ελέγχου βρίσκονται εκτός πεδίου εφαρμογής του Κανονισμού 139/2004

CC: η συμμετοχή θα επηρέαζε την εμπορική πολιτική της Aer Lingus και θα εξασθένιζε τη θέση της στον ανταγωνισμό. Διέταξε τη Ryanair να περιορίσει τη συμμετοχή της στο 5%.

Ερώτημα: Μήπως υπάρχει κενό στον έλεγχο συγκεντρώσεων του Κανονισμού 139/2004; Πρέπει ο έλεγχος να επεκταθεί στις μειοψηφικές συμμετοχές;

Αποτέλεσμα: Μετά από μελέτη, δημόσια διαβούλευση, εκδόθηκε η Λευκή Βίβλος (2014) με κάποιες προτάσεις, αλλά δεν υπήρξε συνέχεια.

B. Μετατόπιση του ενδιαφέροντος από το *cross shareholding* στο *horizontal shareholding*

Αφορμή: οικονομικές μελέτες που έδειχναν ότι σε αγορές υψηλής συγκέντρωσης η ύπαρξη κοινών μετόχων συμβάλλει στην ανάπτυξη κινήτρων για περιορισμό του ανταγωνισμού και αύξηση των τιμών

Μελέτη αγοράς αερομεταφορών ΗΠΑ (Azar/Schmalz/Tecu, 2015):

- **πέντε θεσμικοί επενδυτές** (Blackrock, Vanguard, State Street, Primecap, Fidelity) περιλαμβάνονταν **μεταξύ των δέκα μεγαλύτερων μετόχων των τεσσάρων από τις μεγαλύτερες αεροπορικές εταιρίες** (Delta, Southwest, American Utd, Continental)
- κατά τον δείκτη MHHI τα κίνητρα για περιορισμό του ανταγωνισμού είναι, εξαιτίας της κοινής συμμετοχής, 10 φορές υψηλότερα από τα όρια ανησυχίας για τις συνθήκες ανταγωνισμού κατά τον δείκτη HHI
- **αύξηση τιμών κατά μέσο όρο 3-11%** σε σχέση προς εκείνες που θα διαμορφώνονταν χωρίς κοινούς μετόχους

Μελέτη τραπεζικού κλάδου ΗΠΑ (Azar/Raina/Schmalz, 2016):

- Μεταξύ 2005-2015 οι τραπεζικές χρεώσεις αυξήθηκαν σημαντικά. Οι αυξήσεις διαφοροποιούνται ανά γεωγραφική περιοχή.

Εκ πρώτης όψεως παράδοξο: *οι αυξήσεις είναι υψηλότερες σε Πολιτείες με μεγαλύτερο αριθμό τραπεζών (NY, NJ, California, Midwest) και χαμηλότερο δείκτη συγκέντρωσης σύμφωνα με τον HHI.*

Εξήγηση:

- Ο HHI δεν λαμβάνει υπόψη τον πολύ υψηλό βαθμό κοινών βασικών μετόχων μεταξύ των τραπεζών
- *Τέσσερις θεσμικοί επενδυτές* (Blackrock, Vanguard, State Street, Fidelity) περιλαμβάνονταν το 2016 *μεταξύ των τεσσάρων μεγαλύτερων μετόχων των μεγαλύτερων τραπεζών* (JP Morgan Chase, Bank of America, Citigroup, US Bancorp)

Συμπέρασμα: Η ταυτότητα των βασικών μετόχων προσδιορίζει τον μεταξύ των τραπεζών ανταγωνισμό.

II. Η επικράτηση των θεσμικών επενδυτών έναντι των άμεσων μεμονωμένων μετόχων

- Η ανάπτυξη των θεσμικών επενδυτών είναι εντυπωσιακή.
- Στις ΗΠΑ η *άμεση απόκτηση μετοχών έναντι της «θεσμικής» μειώθηκε από το 84% στα μέσα της δεκαετίας του '60 → στο 40% το 2011, στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την ίδια περίοδο από το 54% → στο 11%.*
- *Το 2015 οι συμμετοχές των BlackRock, Vanguard, State Street, δηλ. των τριών μεγαλύτερων index funds και ETFs (: κεφαλαίων που συνδέουν την απόδοσή τους με εκείνη ενός χρηματιστηριακού δείκτη) δημιουργούσαν αθροιζόμενες τον μεγαλύτερο μέτοχο του 88% των εταιριών του δείκτη S&P500.*
- *Το 2016 τα τρία μεγαλύτερα index funds διαχειρίζονταν περισσότερα από το 90% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που είχαν επενδυθεί σε index funds.*
- *Το 2015 index funds & ETFs διαχειρίζονταν περίπου 4 τρις USD.*

III. Η στρατηγική των θεσμικών επενδυτών (ενεργητική και παθητική)

- Ενεργητική επενδυτική στρατηγική: επιδιώκει να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες που δημιουργεί η αγορά και να επιτύχει **αποδόσεις καλύτερες από τη μέση απόδοση της αγοράς**.
- Παθητική στρατηγική: θεωρεί δύσκολο ή αδύνατο να υπερβεί την απόδοση της αγοράς και **αρκείται να συμβαδίζει με την απόδοση κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη** (π.χ. S&P500).
- Κάθε επιλογή **συνεπάγεται διαφορετικό διαχειριστικό κόστος**. Η **ενεργητική απαιτεί** επιλογή μετοχών και κατάλληλου χρονικού σημείου αγοράς/πώλησής τους, άρα **συνεχή παρακολούθηση** των δεδομένων της αγοράς. Η **παθητική** αποφεύγει το κόστος έρευνας και ανάλυσης εστιάζοντας σε επιχειρήσεις ορισμένου κλάδου και πραγματοποιώντας **μεσο-μακροπρόθεσμες επιλογές**.

IV. Οι επιβλαβείς επιπτώσεις των κοινών συμμετοχών στον ανταγωνισμό

A. Μονομερή και συντονισμένα αποτελέσματα

Μονομερή αποτελέσματα: οι εταιρίες με μετόχους θεσμικούς συνεκτιμούν τις επιπτώσεις που οι αποφάσεις τους μπορεί να έχουν σε ανταγωνιστές με μετόχους τους ίδιους θεσμικούς επενδυτές

Οι εταιρίες A και B ανήκουν στην ίδια αγορά και έχουν κοινούς μετόχους. Όταν η A αυξάνει τις τιμές της, οι πελάτες προτιμούν τη B, με αποτέλεσμα αυτή να αυξάνει τα κέρδη της. Τα κέρδη αυτά «εσωτερικεύουν» μεταξύ άλλων οι μέτοχοι της A.

Συντονισμένα αποτελέσματα: οι εταιρίες με κοινούς μετόχους υιοθετούν ομοιόμορφη συμπεριφορά με αποτέλεσμα αυξημένα κέρδη σε σχέση προς εκείνα που προκύπτουν υπό συνθήκες ανταγωνισμού. Η ύπαρξη κοινών μετόχων αυξάνει τη διαφάνεια της αγοράς, διευκολύνει τους διαύλους επικοινωνίας μεταξύ των ανταγωνιστών και ενισχύει το κίνητρο συντονισμού τους

B. Μηχανισμοί επιρροής των θεσμικών επενδυτών στη διαμόρφωση του ανταναγωνιστικού αποτελέσματος

Παρά την περιορισμένη συμμετοχή τους οι θεσμικοί επενδυτές επηρεάζουν τη διοίκηση με την

1. Παροχή ψήφου: η διοίκηση που επιδιώκει επανεκλογή φροντίζει να μεγιστοποιεί τα μεσοσταθμικά κέρδη των θεσμικών από το σύνολο των συμμετοχών τους. Επομένως, φροντίζει για τιμές ανώτερες από τιμές υπό συνθήκες ανταγωνισμού.

2. Επικοινωνία με τους διοικούντες: η άσκηση επιρροής των θεσμικών επί των διοικούντων με άτυπη απευθείας επικοινωνία είναι συχνή και προτιμάται έναντι επικοινωνίας στο πλαίσιο επισήμων οργάνων

3. Διαμόρφωση της αμοιβής των διοικούντων βάσει των αποτελεσμάτων του κλάδου αντί της επιχείρησης που διευθύνουν. Έτσι, οι θεσμικοί δεν επιδιώκουν την μεγιστοποίηση των κερδών μιας επιχείρησης έναντι των ανταγωνιστών, γιατί αυτό μειώνει τα κέρδη τους από το σύνολο των επενδύσεών τους και άρα από την αξία του χαρτοφυλακίου τους.

V. Ο αντίλογος: τα *index funds* ως ισχυρή δύναμη εκδημοκρατισμού των επενδύσεων

- Index funds: Έχουν καταστήσει δυνατή και σε μικροεπενδυτές την *πρόσβαση σε διαφοροποιημένα κεφάλαια, λιγότερο σύνθετα και δαπανηρά*, που παρέχουν *ασφάλεια έναντι των κινδύνων* που συνεπάγεται η επένδυση σε μεμονωμένες μετοχές.

Διαφοροποιώντας μεταξύ μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων της ίδιας αγοράς τα index funds ελαττώνουν τον κίνδυνο ζημιών των πελατών τους

- Ισχυρισμοί:
 - η επικοινωνία δεν αποτελεί μέσο περιορισμού του ανταγωνισμού,
 - οι θεσμικοί επιλέγουν μεταξύ ενεργητικής και παθητικής - σύμφωνα με έρευνες μια ενδιάμεση στρατηγική,
 - δεν αποδεικνύεται αιτιώδης συνάφεια μεταξύ αμοιβών της διοίκησης και περιορισμών του ανταγωνισμού,
 - η γνώση της διοίκησης για συμμετοχή των θεσμικών σε ανταγωνιστές δεν δημιουργεί αντικίνητρο ανταγωνισμού

VI. Η αντιμετώπιση των οριζόντιων συμμετοχών κατά το δίκαιο ανταγωνισμού των ΗΠΑ

1. Κατά τον *Elhauge* το ζήτημα αντιμετωπίζεται ικανοποιητικά με τον έλεγχο συγκεντρώσεων § 7 Clayton Act.

Μεταξύ των πλέον συζητούμενων εναλλακτικών προτάσεων:

2. *Rock/Rubinfeld*: Για να αποφύγουν το εύρος εφαρμογής του ελέγχου συγκεντρώσεων προτείνουν **όριο ασφαλείας κεφαλαιουχικής συμμετοχής 15%, κάτω από το οποίο δεν θα εφαρμόζεται ο έλεγχος**. Προϋπόθεση, ο μέτοχος δεν συμμετέχει στο ΔΣ και δεν έχει ανάμιξη σε δραστηριότητες εταιρικής διακυβέρνησης πέρα από τις συνήθειες.

3. *Posner/Scott Morton/Weyl*: Για να αποτραπούν στρεβλώσεις στην αγορά μετοχών από την εφαρμογή του § 7 Clayton Act προτείνουν στους θεσμικούς επενδυτές σε αγορές υψηλού βαθμού συγκέντρωσης να επιλέξουν μεταξύ (α) **επένδυσης χωρίς περιορισμούς μόνο σε μια εταιρία του κλάδου**, (β) περιορισμό της συμμετοχής τους στο 1% και να επενδύσουν ακόμη και σε όλες τις εταιρίες της αγοράς, (γ) υπέρβαση του ορίου του 1% υπό τον όρο παθητικής επενδυτικής στρατηγικής.

VII. Η αντιμετώπιση του ζητήματος στο ενωσιακό δίκαιο

A. Η ανεπάρκεια του διαθέσιμου νομικού πλαισίου

Οι διατάξεις του Κανονισμού 139/2004 δεν εφαρμόζονται

Διότι:

- Η εφαρμογή του προϋποθέτει *απόκτηση ελέγχου*
- Μια σειρά εξαγορών από θεσμικούς δεν δημιουργεί κοινό έλεγχο χωρίς *σταθερές συμμαχίες ή ισχυρούς εμπορικούς δεσμούς* μεταξύ τους
- Η *παθητική στρατηγική των θεσμικών επενδυτών δεν στοιχειοθετεί έλεγχο* επί των εταιριών, στις οποίες μετέχουν
- Η δραστηριοποίηση θεσμικών σε ολιγοπωλιακές αγορές δεν προσδίδει στις εταιρίες τον χαρακτήρα συλλογικής δεσπόζουσας θέσης. Πρέπει να *πληρούνται οι κανόνες της Airtours*. Εδώ ο μόνος δεσμός μεταξύ των εταιριών είναι οι κοινοί μέτοχοι.

Η απαγόρευση του άρθρου 101 παρ. 1 ΣΛΕΕ δεν εφαρμόζεται

Διότι:

Ο περιορισμός του ανταγωνισμού μεταξύ των εταιριών, στις οποίες συμμετέχουν θεσμικοί επενδυτές

- ***Δεν μπορεί συνήθως να αποδοθεί σε σύμβαση***

όταν μετοχές αποκτώνται από την αγορά είναι δύσκολο να αποδειχθεί σύμπτωση βουλήσεων μεταξύ πωλητή και αγοραστή

- ***Είναι δύσκολο να χαρακτηριστεί εναρμονισμένη πρακτική***

Είναι δυσδιάκριτα τα όρια μεταξύ εναρμονισμένης πρακτικής και (σύννομης) παράλληλης (ολιγοπωλιακής) συμπεριφοράς.

Τούτο διότι οι κοινοί μέτοχοι «κατευθύνουν διαρθρωτικά τις επιχειρήσεις προς λιγότερο έντονο ανταγωνισμό», χωρίς να απαιτείται επικοινωνία των διοικήσεων των εταιριών.

Επίσης, η έλλειψη επικοινωνίας δύσκολα μπορεί να αναπληρωθεί από τον (έμμεσο) δεσμό της ύπαρξης κοινών μετόχων.

Εφαρμόζεται το άρθρο 102 ΣΛΕΕ;

Το άρθρο 102 ΣΛΕΕ δεν αποτελεί κατάλληλο εργαλείο για τον έλεγχο υπερτιμολογήσεων από τις εταιρίες με μετόχους θεσμικούς επενδυτές, επειδή:

- Ο έλεγχος του χαρακτηρισμού μιας τιμής ως καταχρηστικής προϋποθέτει την εξεύρεση μιας «αποδεκτής τιμής», με την οποία θα συγκριθεί η ελεγχόμενη. ***Η διαπίστωση ότι η ελεγχόμενη τιμή έχει αυξηθεί δεν την καθιστά καταχρηστική υπερτιμολόγηση.*** Μια τιμή υψηλότερη κατά 3-11% από το *benchmark* είναι πολύ αμφίβολο, αν στοιχειοθετεί παράβαση.
- Τα άρθρα 101 και 102 ΣΛΕΕ ***εφαρμόζονται καθυστερημένα, γιατί επεμβαίνουν κατασταλτικά.*** Επιπλέον, οι οριζόντιες συμμετοχές σε ολιγοπωλιακές αγορές αποτελούν ***διαρθρωτικό πρόβλημα που δεν αντιμετωπίζεται αποτελεσματικά με μέτρα συμπεριφοράς,*** αλλά με την αποτροπή ή κατάργηση τέτοιων δομών αγοράς.

Β. Οριζόντιες συμμετοχές: μελλοντικό ζήτημα ή υπαρκτός κίνδυνος για τον ανταγωνισμό στην εσωτερική αγορά;

- Το ζήτημα προσέλκυσε την προσοχή των θεωρητικών, αλλ' όχι των Αρχών ανταγωνισμού στις ΗΠΑ. Αντιστρόφως, στην Ευρώπη η Επιτροπή ασχολήθηκε με τις κοινές συμμετοχές στις συγκεντρώσεις **Dow/DuPont** και **Bayer/Monsanto** και διαπίστωσε ότι η αξιολόγηση μιας συγκέντρωσης βάσει του δείκτη HHI υποτιμά το επίπεδο συγκέντρωσης και επομένως την ισχύ των μερών και ότι για τον λόγο αυτό *η ύπαρξη κοινών μετόχων πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στο πλαίσιο της αξιολόγησης κάθε ουσιώδους περιορισμού του ανταγωνισμού που προκαλείται από τη συγκέντρωση.*
- Η ενασχόληση της Επιτροπής με τις κοινές συμμετοχές, αν και θετική, δεν αντιμετωπίζει ευθέως και συνολικά το ζήτημα αλλά μόνο το **συνεκτιμά** στο πλαίσιο συγκεντρώσεων που πληρούν τα κριτήρια γνωστοποίησης.

- Στις μελέτες που διαπίστωσαν το πρόβλημα των οριζόντιων συμμετοχών αντιπαρατέθηκαν άλλες, κατά τις οποίες οι συμμετοχές θεσμικών επενδυτών **μπορεί να περιορίζουν αλλά δεν περιορίζουν κατ' ανάγκη τον ανταγωνισμό**. Άρα, πριν ληφθούν μέτρα, χρειάζεται περαιτέρω έρευνα της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ κοινών συμμετοχών και αντιανταγωνιστικού αποτελέσματος.
- Ερώτηση: είναι ρεαλιστικό, να **εξαρτάται η λήψη μέτρων από τη σύγκλιση διαφορετικών απόψεων** και τη συμφωνία στην ερμηνεία των εμπειρικών στοιχείων για ένα ζήτημα, όπως το εξεταζόμενο;
- Θέση: Η **αδράνεια απέναντι στο πρόβλημα είναι εξίσου αδικαιολόγητη με την αβασάνιστη λήψη μέτρων**.
- Προϋπόθεση: Ανάγκη επιλογής **μέτρων** με κριτήριο την **επίδρασή τους στον ανταγωνισμό, την ευημερία του καταναλωτή και τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς**. Μέτρων που **δεν θα προκαλούν ζημιά** στους καταναλωτές επενδυτικών υπηρεσιών, αν τελικά αποδειχθεί ότι δεν ήταν απολύτως αναγκαία για την προστασία του ανταγωνισμού

Γ. Δυο τρόποι νομοθετικής παρέμβασης προς συζήτηση

1. Η ήπια παρέμβαση: διεύρυνση του ελέγχου συγκεντρώσεων επιχειρήσεων του Κανονισμού 139/2004

Διεύρυνση του ελέγχου συγκεντρώσεων με στόχο τον έλεγχο της διάρθρωσης της αγοράς – όχι στο πλαίσιο μιας συγκέντρωσης (όπως στις υποθέσεις *Dow/DuPont*, *Bayer/Monsanto*).

Υποχρέωση γνωστοποίησης σε αγορές υψηλής συγκέντρωσης, όταν αποκτάται συμμετοχή σε ηγετικές εταιρίες ύψους 5% και άνω.

Πλεονέκτημα: Η Επιτροπή αποκτά εικόνα για τις επιμέρους αγορές και παρεμβαίνει κατά περίπτωση.

Ορθό σημείο εκκίνησης: οι οριζόντιες συμμετοχές μπορεί να περιορίσουν τον ανταγωνισμό ακόμη και χωρίς την ενεργή άσκηση επιρροής των θεσμικών επενδυτών.

Ωστόσο: όπως σε κάθε περίπτωση, ο έλεγχος συγκεντρώσεων δεν αλλάζει η ήδη διαμορφωμένη διάρθρωση της αγοράς

2. Η ριζική παρέμβαση: δίλημμα μεταξύ ελευθερίας επενδυτικών επιλογών και προστασίας του ανταγωνισμού;

Συμπληρωματικά ή εναλλακτικά προς την προηγούμενη πρόταση

- Ο ενωσιακός νομοθέτης θα μπορούσε π.χ. *να απαγορεύσει τη διάθεση στην εσωτερική αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλαμβάνουν σε ορισμένους κλάδους υψηλής συγκέντρωσης μετοχές από περισσότερες της μιας ηγετικές εταιρίες.*
- Μια τέτοια ρύθμιση αντιμετωπίζει ένα *περιορισμό του ανταγωνισμού που όμως δεν συνιστά παράβαση των κανόνων ανταγωνισμού.* Σχετικό παράδειγμα ο Κανονισμός 717/2007 για την περιαγωγή σε δημόσια δίκτυα κινητής τηλεφωνίας. Η Επιτροπή είχε επιχειρήσει να περιορίσει το κόστος περιαγωγής με μέτρα που δεν απέδωσαν πριν επιβάλει ανώτατα όρια σε χονδρική και λιανική.
- Υπό ποιες προϋποθέσεις είναι μια τέτοια νομοθετική παρέμβαση αποδεκτή προκύπτει από την απόφαση ***ΔΕΕ (C-58/08, “Vodafone κλπ. κατά Secretary of State”)***.

Ρύθμιση αντίστοιχη εκείνης του Κανονισμού 717/2007 προϋποθέτει:

- **Μελέτη των επιπτώσεων** αφενός των υπό ρύθμιση πρακτικών στον ανταγωνισμό και αφετέρου **της καταλληλότητας και της αποτελεσματικότητας** των προτεινόμενων μέτρων για την αντιμετώπισή τους
- **Μελέτη του οφέλους** που αναμένεται από την εφαρμογή των μέτρων για τον καταναλωτή **και των αρνητικών συνεπειών τους** για ορισμένες επιχειρήσεις η κατηγορία καταναλωτών
- Τήρηση της **αρχής της αναλογικότητας** των μέτρων σε σχέση με τον επιδιωκόμενο σκοπό /σύγκριση των προτεινόμενων μέτρων με εναλλακτικές επιλογές με ηπιότερα αποτελέσματα.

Ειδικότερα στην περίπτωση των οριζόντιων συμμετοχών:

- Ανάγκη στάθμισης οφέλους από την προστασία του ανταγωνισμού και της **ζημιάς που ενδέχεται να προκύψει για τον καταναλωτή ως επενδυτή από τον περιορισμό στην επιλογή μετοχών μιας μόνο εταιρίας ανά κλάδο υψηλής συγκέντρωσης**

Η επιλογή μετοχών μιας μόνο εταιρίας σε αγορές υψηλής συγκέντρωσης δεν φαίνεται να θίγει τα συμφέροντα των επενδυτών

- Ο περιορισμός αφορά *μικρό αριθμό αγορών υψηλής συγκέντρωσης*
- Ο επενδυτικός κίνδυνος μπορεί να περιορίζεται με *διαφοροποίηση μεταξύ εταιριών διαφορετικών επιχειρηματικών κλάδων* αντί μεταξύ εταιριών του ίδιου κλάδου
- Ο περιορισμός διευκολύνει τους θεσμικούς να ασκούν *εντονότερη επιρροή στη διοίκηση* και να βελτιώνουν την αποτελεσματικότητά των εταιριών, στις οποίες επενδύουν, προς όφελος των μετόχων τους
- Ο *αριθμός των θυγόμενων επενδυτών και το μέγεθος της ζημιάς τους από τον επενδυτικό περιορισμό είναι μικρότερα από τον αριθμό των θυγόμενων και τη ζημιά που αυτοί υφίστανται από τον περιορισμό του ανταγωνισμού* [: σύγκριση ποσών που τα νοικοκυριά επενδύουν σε index funds προς τα ποσά που διαθέτουν για καταναλωτικά αγαθά]
- Τα index funds ωφελούν μια κατηγορία επενδυτών. Το ίδιο συμβαίνει και με τα μονοπώλια, αλλά δεν δικαιολογεί μονοπωλιακές πρακτικές

VIII. Συμπεράσματα

- Οι οριζόντιες συμμετοχές μπορεί αλλά δεν είναι δεδομένο ότι περιορίζουν τον ανταγωνισμό σε αγορές υψηλής συγκέντρωσης. Γι' αυτό η ανάγκη παρέμβασης Αρχών ανταγωνισμού ή/και νομοθέτη αμφισβητείται.
- Οι αμφιβολίες για την αμεσότητα του κινδύνου περιορισμών του ανταγωνισμού από τις οριζόντιες συμμετοχές δικαιολογούν την παθητική στάση του νομοθέτη, όταν τα υπάρχοντα νομικά εργαλεία δεν είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν το φαινόμενο;
- Η απάντηση είναι αρνητική, *όταν τα επιβαλλόμενα μέτρα επιχειρούν να αντιμετωπίσουν τις οριζόντιες συμμετοχές προσεκτικά όχι ως «τη μεγαλύτερη αντιανταγωνιστική απειλή του καιρού μας», αλλά ως ορατό κίνδυνο λειτουργίας των αγορών. Στην περίπτωση αυτή έχουν περιορισμένες πιθανότητες να υποπέσουν σε σφάλματα τύπου I (false positives) και να προκαλέσουν ζημιά στους επενδυτές.*