

---

# Actionnariat commun et concurrence

---

**Séminaire Nasse du 25 juin 2021**

**Linklaters**

Anne Wachsmann

Juin 2021

---

# L'appréhension des participations minoritaires par le contrôle des concentrations

---

- > Le débat sur l'actionnariat commun s'insère dans un **débat plus large sur le contrôle, ou plutôt l'absence de contrôle, des participations minoritaires**
  - > Actuellement en droit de la concurrence européen et français, seul un **changement durable du contrôle** sur une entreprise (art. 3.1 du Règlement concentrations) déclenche l'obligation de soumettre la transaction à l'autorité compétente (si les seuils sont remplis ou en cas de renvoi selon la procédure de l'article 22)
    - > Sont notifiables les prises de participations permettant à l'acquéreur d'avoir la possibilité d'exercer une **« influence déterminante »** sur l'activité d'une entreprise (art. 3.2 du Règlement concentrations)
    - > En pratique, un grand nombre de participations minoritaires ne permettent pas l'exercice d'une telle influence

# L'appréhension des participations minoritaires par le contrôle des concentrations

- > Toutefois, les participations minoritaires n'échappent pas totalement au contrôle des autorités de concurrence
- > Dans de nombreuses hypothèses, des prises de participations minoritaires aboutissent à l'exercice, seul ou conjointement, d'une influence déterminante

## Exemples de participations minoritaires contrôlantes

Exemple 1	Le contrôle exclusif de fait
Exemple 2	Le contrôle conjoint de fait

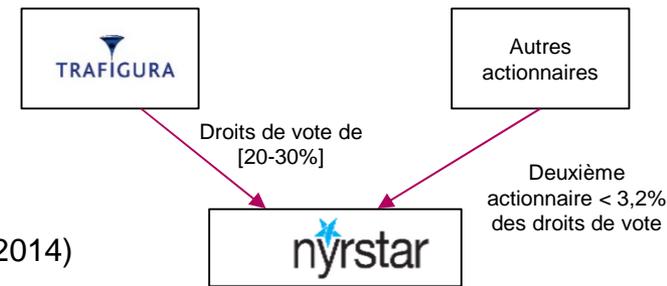
- > Le point n'a pas échappé à la Commission qui rappelle que « *In past cases, the Commission acknowledged the importance of shareholder fragmentation on effective control* » (§ 36 de l'Annexe 5 de la décision Dow / Dupont consacrée à l'évaluation des effets de l'actionnariat commun)
- > La section en cause s'intitule d'ailleurs « *The Commission's past practice recognizes that minority shareholders can have more control than their equity share suggests* » (4.2)

# Exemple de participations minoritaires contrôlantes : le contrôle exclusif de fait

- > Exemple 1 : le contrôle exclusif de fait
- > **Trafigura / Nyrstar (M.7779 du 15 décembre 2015)** : acquisition par Trafigura d'une participation minoritaire dans Nyrstar

- > Contrôle exclusif de fait : analyse *in concreto* de la Commission

- > Les deux entreprises sont actives dans le secteur du zinc
- > Le taux de présence aux AG sur les six dernières années (2009-2014) oscille entre 4 et 19%, avec un pic de 23,67% en 2012
- > Aucun autre actionnaire ne détient d'intérêt ou lien stratégique avec Nyrstar et le deuxième actionnaire le plus important n'a que 3,17% des droits de vote
- > La Commission n'anticipe pas d'augmentation du taux de présence aux AG
- > La Commission considère qu'il s'agit d'une prise de contrôle exclusif de fait (§§ 5 à 9)



	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Taux de présence aux AG</b>	[4-19%]	[4-19%]	[4-19%]	23,67%	[4-19%]	[4-19%]
<b>Droits de vote effectifs de Trafigura</b>	100%	100%	100%	[85-100%]	100%	100%

# Exemple de participations minoritaires contrôlantes : le contrôle conjoint **de fait**

- > Exemple 2 : le contrôle conjoint de fait
- > Ce sont des **cas exceptionnels : communauté d'intérêts entre actionnaires** les amenant nécessairement à voter de la même manière et se mettre d'accord sur les décisions stratégiques de l'entreprise
- > **Standard de preuve élevé** exigé par la Commission

## Trois situations sont généralement envisageables

1.	Des <b>actionnaires minoritaires</b> détiennent ensemble une majorité des droits de vote et vont systématiquement se mettre d'accord <b>pour les exercer en commun, compte tenu de circonstances de fait</b>
2.	L'entreprise commune <b>dépend économiquement et financièrement de l'actionnaire minoritaire</b> , alors que l'actionnaire majoritaire est un simple investisseur
3.	<b>Il existe une interdépendance entre les actionnaires</b> quant à la réalisation des <b>objectifs stratégiques de l'entreprise commune</b>

Communication juridictionnelle de la Commission (§§ 76 à 78)

---

# Plan de l'intervention

---

1

La prise en compte des participations minoritaires dans l'analyse au fond du contrôle des concentrations

2

Vers l'introduction d'un contrôle des participations minoritaires ?

3

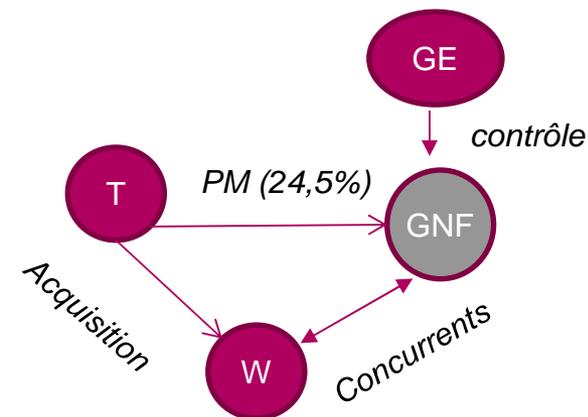
L'appréhension par la Commission de l'actionnariat commun

4

Un contrôle *ex post* sur le fondement des articles 101 et 102 TFUE ?

# La prise en compte des participations minoritaires dans l'analyse au fond du **contrôle des concentrations** (1/3)

- > Même lorsqu'il s'agit d'une véritable prise de participations minoritaires (non contrôlantes), celle-ci n'échappe pas pour autant à tout contrôle dans le cadre de l'analyse au fond par la Commission d'opérations elles-mêmes notifiables
- > Exemple 1 : acquisition de **Westinghouse par Toshiba** (M.4153 du 19 septembre 2006)
- > Acquisition par Toshiba de Westinghouse : opération principale notifiable à la Commission
- > A l'occasion de cette opération principale, la Commission a examiné les effets de la participation minoritaire détenue par Toshiba (l'acquéreur) dans une entreprise concurrente de Westinghouse dans la fourniture d'assemblage de combustible nucléaire (GNF)



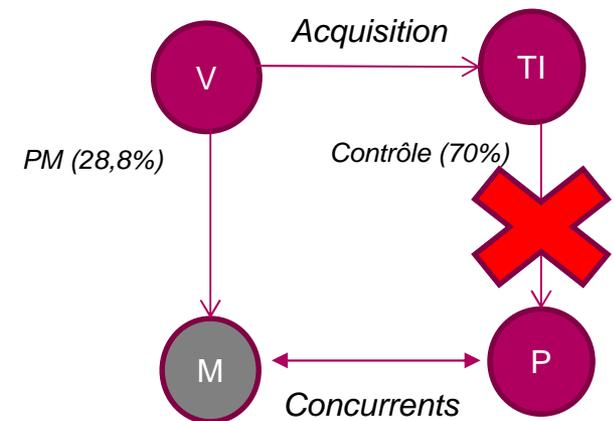
« *Toshiba could not only hamper or prevent its competitor GE from expanding its business by way of its existing veto rights. After the merger, Toshiba will, through its information rights and its representation in various Boards of GNF and its subsidiaries/joint ventures, also have the opportunity to obtain sensitive confidential information which might help Toshiba to make GE's expansion more difficult* » (§ 92)

- > La Commission a autorisé la concentration mais à la condition que **Toshiba renonce** à
  - > Sa **participation aux organes de direction** et
  - > Ses **droits de véto (en tant que minoritaire) et d'information liés** à sa participation dans GNF
  - > Il s'agit d'un engagement **comportemental** sans **désinvestissement**

# La prise en compte des participations minoritaires dans l'analyse au fond du **contrôle des concentrations** (2/3)

> Exemple 2 : acquisition de **Telecom Italia par Vivendi** (M.8465 du 30 mai 2017)

- > Acquisition par Vivendi de Telecom Italia : opération principale notifiable à la Commission
- > Vivendi détenait une participation minoritaire (28,8%) et non contrôlante dans Mediaset, concurrent d'une filiale de Telecom Italia (Persidera) sur le marché du *DTT wholesale access*



«TIM's [Telecom Italia] incentives to compete against Mediaset in DTT wholesale access will change as a result of the Transaction, since TIM's lost profits from raising prices or offering inferior conditions to TV channels wishing to broadcast over Persidera's MUXes would be recovered through Vivendi's minority shareholding in Mediaset. » (§ 75)

- > La Commission a autorisé la concentration mais à la condition que Vivendi **vende la participation majoritaire** (70%) de Telecom Italia dans Persidera (**engagement structurel**)

# La prise en compte des participations minoritaires dans l'analyse au fond du **contrôle des concentrations** (3/3)

## > Situation paradoxale

- > La Commission n'a pas compétence pour contrôler les prises de participation minoritaires qui n'entraînent pas de changement durable du contrôle (en l'absence d'exercice d'une « influence déterminante »)
- > Or lorsqu'elle est compétente, la Commission
  - > Prend en compte les **participations minoritaires dans son analyse des effets** de l'opération envisagée
  - > Peut le cas échéant **exiger la cession de participations minoritaires** comme condition de son autorisation

## Juridictions où une participation minoritaire non contrôlante peut être notifiable

Allemagne	Participations minoritaires de 25% ou plus, ou conférant une « influence concurrentielle significative » (même en-dessous de 25%)
Autriche	Participations minoritaires de 25% ou plus
Canada	20% pour les sociétés cotées et 35% pour les autres sociétés
Japon	20% des droits de vote

# Vers l'introduction d'un contrôle des participations minoritaires ? (1/2)

- > **Livre vert de 2001** sur la révision du Règlement concentrations du 21 décembre 1989 remplacé par le Règlement du 20 janvier 2004 plutôt **contre** un contrôle des participations minoritaires, selon la Commission
  - > Un contrôle *ex ante* de toutes les prises de participations minoritaires serait disproportionné
  - > La détermination de seuils de contrôle des participations minoritaires se serait avérée trop complexe
- > En 2011, **le Commissaire à la concurrence, J. Almunia** avait relancé le débat en mentionnant que l'absence de contrôle des participations minoritaires dans l'UE était un *enforcement gap*

« *the issue of **minority shareholdings**, where we are probably looking at an **enforcement gap**.  
The Merger Regulation does not apply to minority shareholders, whereas some national systems – both in the EU and outside – make room for the review of such acquisitions.  
I have instructed my services to look into this issue and see whether it is significant enough for us to **try and close this gap in EU merger control** »*



## Vers l'introduction d'un contrôle des participations minoritaires ? (2/2)

- > Publication en 2014 d'un Livre Blanc *Towards More Effective EU Merger Control* qui préconisait l'introduction d'un contrôle des participations minoritaires
- > Proposition de mettre en place un **système d'information obligatoire** de la Commission dans certains cas
  - > Au minimum un lien vertical ou horizontal entre l'acquéreur et la cible **ET**
  - > Une prise de participation de 20% ou comprise entre 5% et 20% mais s'accompagnant d'un pouvoir supplémentaire (ex. nomination d'un membre du *board*, accès à des informations commercialement sensibles, etc.)
  - > Il appartenait ensuite à **la Commission de se saisir ou non du dossier, et de demander une notification complète** du dossier
- > **Finalement, la Commission n'a pas introduit de contrôle des participations minoritaires**
  - > Retours négatifs du marché sur la proposition du Livre Blanc 2014
  - > M. Vestager, Commissaire à la concurrence depuis 2014, n'a pas repris à son compte l'initiative de son prédécesseur



---

## L'appréhension par la Commission de l'actionnariat commun (1/6)

---

- > A date, la Commission a fait référence à l'actionnariat commun dans deux affaires relativement rapprochées dans le temps et toutes deux dans le secteur agrochimique

Exemple 1

Fusion de Dow et DuPont (M.7932 du 27 mars 2017)

Exemple 2

Acquisition de Monsanto par Bayer (M.8084 du 21 mars 2018)

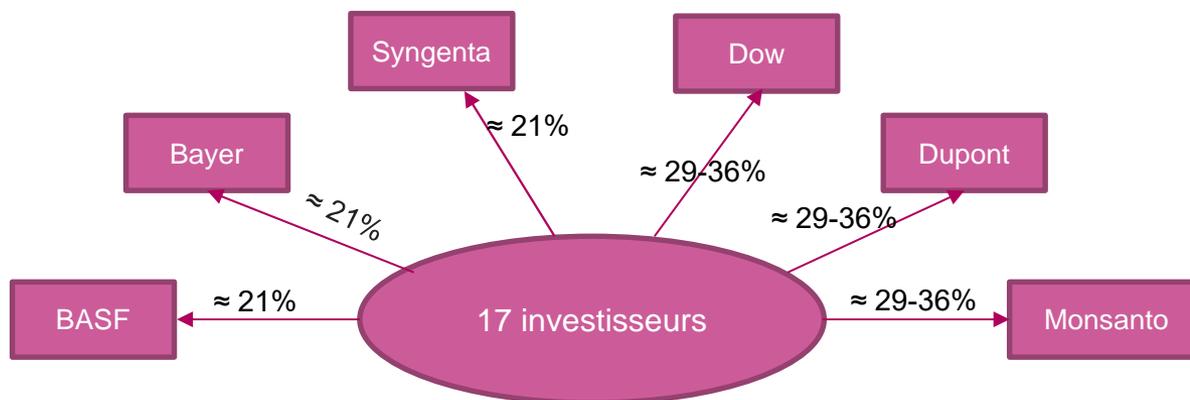
- > Il s'agit dans les deux cas d'affaires soulevant d'importantes questions de concurrence autorisées en Phase 2 avec des désinvestissements lourds
  - > Décision finale de 915 pages pour Dow / Dupont
  - > Décision finale de 946 pages pour Bayer / Monsanto

## L'appréhension par la Commission de l'actionnariat commun (2/6)

- > Exemple 1 : fusion de Dow et DuPont (M.7932 du 27 mars 2017)
  - > La Commission s'est d'abord interrogée sur l'existence ou non d'un niveau important de participations communes dans le secteur de l'agrochimie

*"In particular, a small number of common shareholders, 17, collectively own around 21% of BASF, Bayer and Syngenta and around 29%-36% of Dow, DuPont and Monsanto"*

*"Dow, DuPont and Monsanto seem to be the most "consanguine" agrochemical firms, as they share a significant number of equity holders with, overall, large positions on all of these three firms" (§ 2 344)*



# L'appréhension par la Commission de l'actionnariat commun (3/6)

## CASE M.7932 – DOW/DUPONT

### ANNEX 5 TO THE COMMISSION DECISION

#### ASSESSMENT OF THE EFFECTS OF COMMON SHAREHOLDING ON MARKET SHARES AND CONCENTRATION MEASURES

##### Table of Contents

1.	Introduction.....	3
2.	The agrochemical industry is characterized by a concentrated shareholders structure, with significant common shareholding, in particular related to "passive" shareholders.....	4
2.1.	The agrochemical industry is characterized by a concentrated shareholders structure.....	4
2.2.	The agrochemical industry is characterized by significant common shareholding, in particular related to "passive" shareholders.....	5
3.	Large minority shareholders, in particular so-called "passive" shareholders, have more influence than their formal, minority, equity share.....	7
3.1.	The Parties have a specific treatment for large shareholders.....	7
3.2.	"Passive" investors acknowledge that they exert influence on individual firms with an industry-wide perspective.....	7
3.3.	The economic literature provides empirical evidence showing that "passive" investors are active owners.....	9
3.4.	The distribution of equity holders in the agrochemical industry contains a significant tail of atomistic shareholders.....	10
4.	Large minority shareholders can exert more control than their equity share suggests.....	10
4.1.	The Commission's notices recognizes that minority shareholders can have more control than their equity share suggests.....	10
4.2.	The Commission's past practice recognizes that minority shareholders can have more control than their equity share suggests.....	11
5.	The theoretical and empirical economic literature provides guidance on the effects of common shareholding.....	12
5.1.	The economic literature show that firms' incentives to increase prices increase with partial ownership of competitors.....	12
5.2.	The economic literature on partial ownership applies to the case of common shareholders.....	13
5.3.	Triani's lost proxy fight at DuPont is consistent with the economic rationale that large "passive" common shareholders have different economic incentives than non-common shareholders.....	13

5.4.	The economic literature provides empirical evidence consistent with common shareholders having a negative impact on price competition.....	15
5.5.	The economic rationale leading to the indication that significant common shareholding is likely to lower rivalry in price competition applies also to innovation competition.....	16
6.	Current market shares and concentration measures such as the HHI underestimate the market concentration and the market power of the Parties.....	17
6.1.	The Herfindahl-Hirschman index and the related safe harbors in the Horizontal Merger Guidelines are based on a number of assumptions, including that each firm maximizes its own profits irrespectively of the profits generated by other competitors.....	17
6.2.	The Herfindahl-Hirschman index can be modified in order to account for the likely anticompetitive effects resulting from the existence of common shareholders.....	18
6.3.	The MHHI has been used in past Commission's Decisions and it has been referred to in the Commission's policy papers.....	19
6.4.	The computation of MHHI requires assumptions on shareholders' control.....	19
7.	Conclusion.....	20

## L'appréhension par la Commission de l'actionnariat commun (4/6)

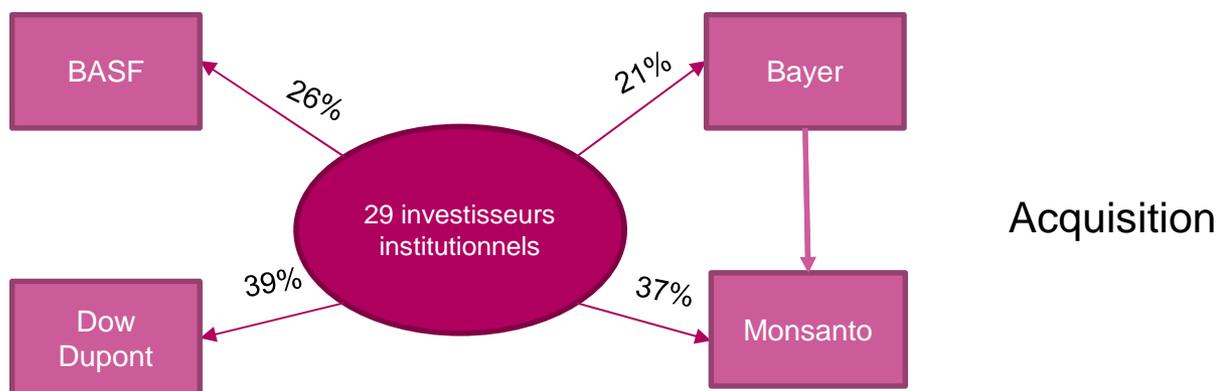
1	Part du constat que l'industrie agrochimique se caractérise par un actionnariat concentré avec de nombreux actionnaires communs
2	Les actionnaires minoritaires soi-disant « passifs » ont en réalité une influence plus importante que leurs droits formels de vote (par exemple en discutant avec le <i>Board</i> et le <i>Management</i> aux fins d'influencer la stratégie de l'entreprise)
3	Rappel de la pratique décisionnelle selon laquelle des actionnaires minoritaires peuvent en réalité exercer un contrôle de droit ou de fait
4	Rappel de la littérature économique qui évoque des effets sur les prix en cas d'actionnariat commun, et extension, selon la Commission, de cet effet au champ de l'innovation
5	L'indice Herfindahl-Hirschman (« HHI »), qui mesure le taux de concentration d'un marché (pression concurrentielle qui s'exerce sur les parties) n'est pas pertinent dans les cas d'actionnariat commun et doit être remplacé par une version modifiée (le « MHHI »)

- Les parts de marché, ont tendance en l'espèce à sous-estimer la concentration et la structure du marché et donc, le pouvoir de marché des Parties
- L'actionnariat commun dans le secteur agrochimique doit être pris comme un élément de contexte dans le cadre de l'appréciation des risques d'entraves significatives à la concurrence

Opération autorisée en Phase 2 avec des engagements importants notamment avec l'obligation de désinvestir les centres R&D de Dupont

## L'appréhension par la Commission de l'actionnariat commun (5/6)

- > Exemple 2 : **Bayer / Monsanto** (M.8084 du 21 mars 2018)
  - > Acquisition par Bayer de Monsanto
  - > 29 investisseurs détiennent 26% de BASF, 27% de Bayer et 39% de Dow - DuPont et 37% de Monsanto (§ 219)
  - > Section de la décision (VI.4.4) consacrée à l'analyse de l'impact de l'actionnariat commun dans le secteur



# L'appréhension par la Commission de l'actionnariat commun (6/6)

## Reprise et référence aux conclusions de Dow / Dupont (§ 228)

i.	Les parts de marché et le test HHI ont tendance à sous-estimer la concentration et la structure du marché et donc, le pouvoir de marché des Parties
ii.	L'actionnariat commun est une réalité dans le secteur agro-chimique
iii.	L'actionnariat commun dans le secteur agro-chimique doit être pris comme un élément de contexte dans le cadre de l'appréciation des risques d'entraves significatives à la concurrence

> Toutefois, une double inflexion semble se dessiner

1

L'existence d'un actionnariat commun **ne remet pas en cause l'indépendance de l'acquéreur** dans le cadre d'un engagement

- Opération autorisée en Phase 2 avec des engagements de cession importants où s'est posée la question de l'acquéreur approprié, à savoir BASF
- Alors qu'une partie du marché contestait l'indépendance de BASF, la Commission estime que l'actionnariat commun ne remet pas en cause, *prima facie*, l'indépendance de cet acquéreur (§ 3 303)

2

Par ailleurs, dans cette section consacrée aux engagements, la Commission reconnaît de façon plus globale, l'existence d'un débat

*"the Commission notes that the debate regarding common shareholdings is relatively recent and not yet entirely settled"* (§ 3 304)

## Vers un *statu quo* s'agissant de l'actionnariat commun ? (1/2)

- > La Commission s'est également exprimée à plusieurs occasions
- > **Discours du 16 février 2018** (Innsbruck) et du **12 mars 2018** (Bruxelles) ainsi qu'une interview publiée dans l'édition d'octobre 2018 du *GCR Quarterly*



« *So for investors with holdings in several of those companies, it can be better if those companies don't compete too hard* » (Innsbruck)

« *If they ease off on trying to outdo each other, so no one wins big – but no one loses big either. And of course, that can mean that consumers lose out* » (Brussels)

« *It is probable that common ownership can be a problem in more concentrated sectors than in others* » (GCR Quarterly)

## Vers un *statu quo* s'agissant de l'actionnariat commun ? (2/2)

- > 1<sup>ère</sup> étude au niveau européen : étude « *Barriers to Competition through Joint Ownership by Institutional Investors* » requise par le **Parlement européen (comité ECON)** de mai 2020

“Given the state of play, there **is no agreement on whether common ownership fosters or hinders competition** [...] amending the current competition law toolbox to address any as yet unproven competition law concerns about such a phenomenon **could be premature**”

- > 2<sup>nde</sup> étude au niveau européen : rapport « *Common Shareholding in Europe* » du **Joint Research Centre**, le centre de recherche et d'étude de la Commission, du **29 septembre 2020**, commandé par la DG COMP

Le rapport (336 pages) **conclut prudemment** que l'actionnariat commun serait associé à un plus grand pouvoir de marché des entreprises faisant l'objet de ces participations communes, mais avertit que le phénomène est très complexe et qu'il est difficile de prouver l'existence d'une atteinte à la concurrence

---

## Un contrôle *ex post* sur le fondement des articles 101 et 102 TFUE ? (1/3)

---

> *Ex post*, les prises de participation minoritaires non contrôlantes demeurent soumises aux articles 101 TFUE et 102 TFUE

> Ce cadre est-il suffisant pour appréhender les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun ?

> Retour vers le futur ?

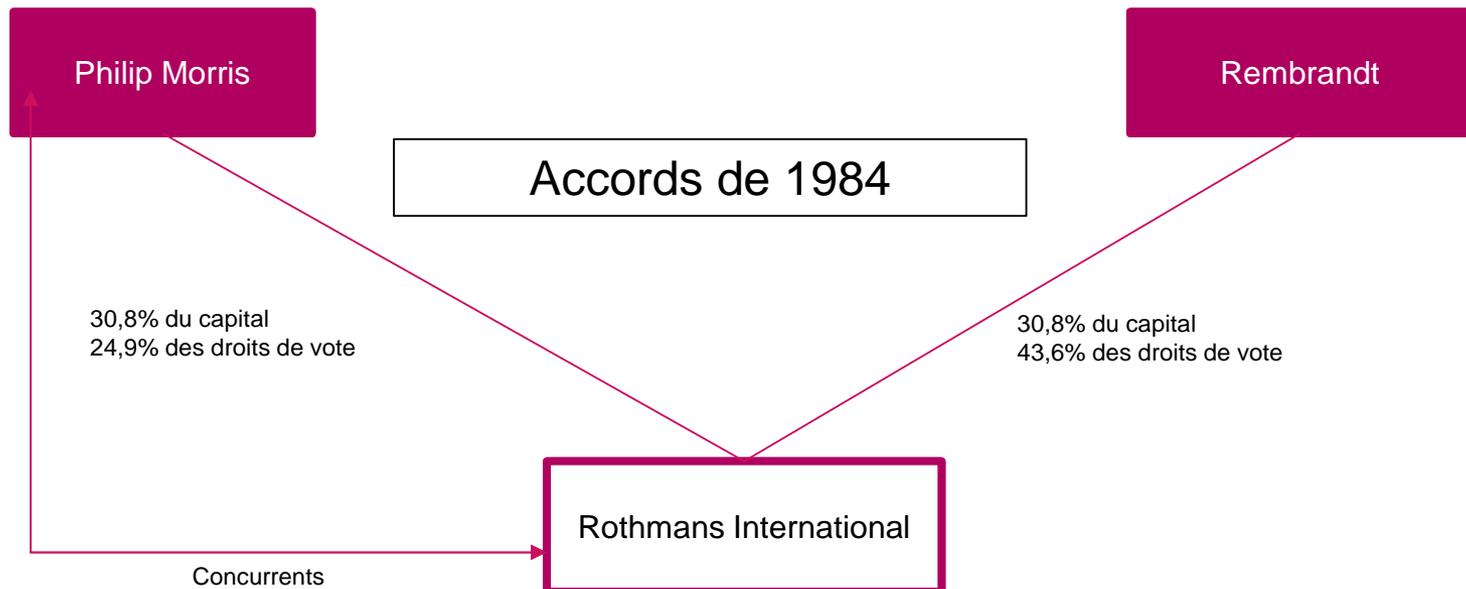
> Avant l'instauration d'un régime obligatoire de contrôle des concentrations en 1989, la Commission a eu recours aux articles 101 et 102 TFUE pour contrôler des prises de participations minoritaires affectant la structure de la concurrence

> Même s'il s'agit d'affaires anciennes, adoptées dans un contexte institutionnel tout à fait différent (notification obligatoire des accords entre concurrents et surtout absence de contrôle des concentrations que la Commission cherchait à instaurer), le cadre d'analyse demeure intéressant



## Un contrôle *ex post* sur le fondement des articles 101 et 102 TFUE ? (2/3)

- > Affaire **Gillette** (IV/33.440 et IV/33.486 du 10 novembre 1992)
- > L'affaire **Philip Morris** (IV/30.342 et IV/30.926 du 22 mars 1984)
  - > Accord entre Philip Morris et Rembrandt, maison-mère de Rothmans, en 1981, aboutissant à un contrôle conjoint à 50/50 entre les deux actionnaires
  - > Envoi par la Commission d'une notification des griefs sur la base de l'article 101 qualifiant cet accord d'anticoncurrentiel
  - > Accord modifié en 1984 afin que Philip Morris demeure un actionnaire minoritaire



## Un contrôle *ex post* sur le fondement des articles 101 et 102 TFUE ? (3/3)

- > L'affaire **Philip Morris** (IV/30.342 et IV/30.926 du 22 mars 1984)
  - > British American Tobacco et R. J. Reynolds ont introduit un recours en annulation contre la décision de la Commission de 1984 autorisant l'accord modifié
  - > Arrêt de la Cour de Justice du 17 novembre 1987
    - > Sur le fond, la Cour de Justice rejette le recours
    - > La Cour de Justice relève que



« Les présentes affaires posent ainsi essentiellement le problème de savoir si et, le cas échéant, sous quelles conditions, **la prise d'une participation minoritaire** dans le capital d'une entreprise concurrente peut constituer une violation des articles [101] et [102] du traité » (§ 30)

- > La Cour de Justice répond positivement

« Si le fait, pour une entreprise, de prendre une participation dans le capital d'une entreprise concurrente ne constitue pas en soi un comportement restrictif de concurrence, **une telle prise de participation peut néanmoins constituer un moyen apte à influencer sur le comportement commercial des entreprises en cause, de manière à restreindre ou à fausser le jeu de la concurrence** sur le marché où ces deux entreprises déploient leurs activités commerciales » (§ 37)

« La Commission doit faire preuve d'une vigilance particulière. Elle doit notamment examiner si un accord qui, à première vue, ne prévoit qu'un investissement passif dans une entreprise concurrente, ne vise pas, en réalité, [...] à instaurer une coopération entre les entreprises en vue d'un partage du marché. » (§ 45)