

O BOOM DA PROPRIEDADE COMUM OU: COMO APRENDI A COMEÇAR A ME PREOCUPAR E A AMAR O ANTITRUSTE

THE COMMON OWNERSHIP BOOM

OR: HOW I LEARNED TO START WORRYING AND LOVE ANTITRUST

O BOOM DA PROPRIEDADE COMUM OU: COMO APRENDI A COMEÇAR A ME PREOCUPAR E A AMAR O ANTITRUSTE¹

THE COMMON OWNERSHIP BOOM OR: HOW I LEARNED TO START WORRYING AND LOVE ANTITRUST

ANNA TZANAKI

Universidade de Lund
anna.tzanaki@jur.lu.se

Resumo: Contornos de definição de propriedade comum. Externalidades negativas da propriedade comum e consequências potenciais para os mercados financeiros, comportamento empresarial e estrutura e desempenho do setor. Propriedade comum e dano anticoncorrencial. Possíveis soluções do direito antitruste para preocupações de concorrência.

Palavras-chave: Propriedade comum. Participação horizontal. Investimento passivo. Diversificação de carteira. Investidores institucionais. Governança corporativa. Comportamento empresarial. Concorrência. Antitruste.

Abstract: Definitional contours of common ownership. Negative externalities produced by common ownership and its various potential consequences for financial markets, firm behavior, and industry structure and performance. Common ownership and anticompetitive harm. Possible antitrust law solutions to competition concerns.

Keywords: Common ownership. Horizontal shareholding. Passive investment. Portfolio diversification. Institutional investors. Index funds. Corporate governance. Firm behavior. Competition. Antitrust.

I. Introdução

A propriedade comum é a Máquina do Juízo Final para o funcionamento do livre mercado, da concorrência e do capitalismo como o conhecemos? Um observador da literatura

¹ O título do artigo é inspirado pelo filme satírico de Stanley Kubrick “Dr. Strangelove or: How I Learned to Stop Worrying and Love the Bomb” [lançado no Brasil sob o título “Dr. Fantástico”], de 1964, que retrata as consequências ficcionais e apocalípticas de uma guerra nuclear acidentalmente desencadeada entre EUA e URSS durante a Guerra Fria. [Originalmente publicado sob o título “The Common Ownership Boom – Or: How I Learned to Start Worrying and Love Antitrust” em *Competition Policy International – Antitrust Chronicle*, v. 2, n. 2, maio 2019. Traduzido por Angela Rita Franco Donaggio, Celso Kashiura Jr. e Oswaldo Akamine Jr.]

de ponta sobre direito e economia pode, de fato, tender a acreditar que estamos nos aproximando do apocalipse antitruste.

Se a revolução digital não conseguiu desafiar a continuidade da relevância de regras de concorrência e de outros tipos (por exemplo, de privacidade) que se provaram de resposta rápida, poderá fazê-lo o recente boom da propriedade comum de empresas concorrentes?

O tom dramático do corrente debate transatlântico sobre propriedade comum é sublinhado por um conjunto de novas e ainda controversas teorias econômicas que estão desenvolvendo evidência empírica e tímida execução. Os comentaristas estão divididos tanto em relação à significância quanto em relação à natureza do(s) problema(s) suscitados pela propriedade comum, bem como a respeito da necessidade de intervenção regulatória. Os formuladores de políticas seguem os desenvolvimentos acadêmicos, mas relutam em tirar conclusões fortes. Essa é potencialmente uma área de interesse público, mas a questão de um milhão de dólares é: quanto interesse (real)? Estamos prontos para entrar em ação? De que modo? E o que fazer quando não há consenso claro sobre a noção, a extensão e as implicações nocivas de propriedade comum?

Esse pequeno artigo reflete sobre essas questões chamando a atenção para quatro dimensões específicas. O item II esclarece os contornos de definição da propriedade comum contra a terminologia divergente usada na literatura recente. O item III investiga as externalidades negativas produzidas pela propriedade comum e pondera suas várias consequências potenciais para os mercados financeiros, comportamento empresarial e estrutura e desempenho do setor. O item IV analisa mais detidamente os mecanismos causais que podem ligar a propriedade comum ao dano anticoncorrencial. O item V considera possíveis soluções do direito antitruste para preocupações de concorrência. O item VI é a conclusão.

II. Conotações de definição – quem é proprietário comum?

Na terra incógnita da propriedade comum, estamos perdidos na própria terminologia usada para descrever esse fenômeno complexo. É de conhecimento comum o que entendemos por “propriedade comum”? Sem uma definição clara, a análise ulterior é prejudicada. O esboço do conceito é a questão primeira que requer atenção e clareza.

Estudos acadêmicos recentes sobre “propriedade comum” frequentemente e de maneira quase intercambiável empregam termos como “participação horizontal”,² “participação paralela não-controladora”,³ “propriedade parcial multilateral”⁴ ou “propriedade sobreposta do

2 ELHAUGE, Einer R. Horizontal Shareholding. *Harvard Law Review*, v. 129, n. 5, p. 1267-1316, 2016. SCOTT MORTON, Fiona M.; HOVENKAMP, Herbert. Horizontal Shareholding and Antitrust Policy. *Yale Law Journal*, v. 127, p. 2026-2048, 2018.

3 CORRADI, Marco Claudio; TZANAKI, Anna. Active and Passive Institutional Investors and New Antitrust Challenges: Is EU Competition Law Ready? *Competition Policy International – Antitrust Chronicle*, v. 1, n. 3, jun. 2017.

4 GILO, David. Passive Investment. In: COLLINS, Wayne Dale (org.). *Issues in competition law and policy*. Vol. 3. Chicago: ABA Section of Antitrust Law, p. 1637-1661, 2008.

investidor financeiro”.⁵ A variação verbal indica o desafio de descrever, sem falar em explicar, a questão subjacente dentro dos quadros de referência estabelecidos.

De uma perspectiva jurídico-econômica da concorrência, há uma distinção entre os casos de relações de propriedade direta entre concorrentes do mesmo setor (“propriedade cruzada”) e de relações de propriedade indireta decorrentes de um ou mais acionistas que se sobrepõem detendo simultaneamente participação acionária em empresas concorrentes (“propriedade comum”). O(s) acionista(s) comum(ns) normalmente não é(são) ativo(s) no mesmo mercado das empresas parcialmente adquiridas e não precisa(m), de modo geral, ser uma empresa industrial (“propriedade comum por parte dos investidores financeiros”).⁶ É importante notar que pesquisas inovadoras recentes sobre propriedade comum se referem à última forma de propriedade comum (sobreposição de acionistas-investidores de fundos), embora esse seja um caso especial do cenário mais geral de proprietários comuns (quaisquer acionistas em sobreposição) concorrentes.

Mas retrocedamos um passo para ver como chegamos ao contexto socioeconômico do debate sobre propriedade comum. Com o crescimento dos mercados de capitais e das grandes corporações, o modelo capitalista de organização passou por diferentes estágios: do “acionista-empresário único” inicial aos “administradores profissionais”, depois ao mundo contemporâneo dos “gestores de carteira (dinheiro e ativos)” e, em alguns países, à fase ascendente dos “planejadores de poupança”.⁷ Essa mudança gradual do capitalismo atomístico para capitalismo gerencial e, finalmente, capitalismo de agência⁸ ou fiduciário⁹ traz consequências significativas. Ela se caracteriza por “divisão ampliada do trabalho e participação ampliada nos frutos da empresa capitalista”.¹⁰ Os benefícios dessa ampliação da sofisticação econômica e da especialização em termos de eficiência operacional e financeira são bem conhecidos. O que talvez não entendamos ainda completamente é que as características em evolução do ecossistema capitalista podem trazer implicações mais extensas na maneira como percebemos, analisamos e regulamos propriedade, investimento e funções corporativas.

A propriedade comum é um epifenômeno dessas tendências. É o corolário de duas etapas nesse processo evolutivo: (i) a base acionária mais dispersa das empresas devido ao aumento

5 BAKER, Jonathan B. Overlapping Financial Investor Ownership, Market Power, and Antitrust Enforcement: My Qualified Agreement with Professor Elhauge. *Harvard Law Review*, v. 129, n. 5, p. 212-232, 2016.

6 Essencialmente, a participação minoritária entre rivais é propriedade cruzada, enquanto a participação minoritária por terceiros (geralmente investidores) em várias empresas rivais ao mesmo tempo é denominada propriedade comum. OCDE, “Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition”, DAF/COMP (2017)10, p. 9.

7 CLARK, Robert Charles. The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises. *Harvard Law Review*, v. 94, n. 3, p. 561-582, 1981.

8 GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation. *Columbia Law and Economics*, Working Paper n. 461, 2014.

9 DAVIS, Gerald F. A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States. *European Management Review*, v. 5, n. 1, p. 11-21, 2008.

10 CLARK, *op. cit.*, p. 567-568.

do investimento no mercado de ações por indivíduos e (ii) o deslocamento da propriedade direta para a indireta em decorrência do aumento dos investidores institucionais e da busca de diversificação nos investimentos financeiros.¹¹

A propriedade dispersa caracteriza o primeiro passo da tese de Berle-Means de uma “separação entre propriedade e controle”,¹² que serviu de quadro paradigmático de análise das relações corporativas entre acionistas e administradores no último século. Mais recentemente, com o advento dos gestores profissionais de fundos, uma segunda “separação de capital do capital” em rápida aceleração pode ser notada tanto nos EUA quanto na Europa.¹³ Noutras palavras, a coletivização do investimento conduziu ao que chamo de “duas faces da propriedade”. Ou seja, os direitos de propriedade são agora divididos entre proprietários finais (requerentes residuais dos lucros vinculados às ações das empresas de seu portfólio) e beneficiários efetivos (intermediários institucionais que atuam como consultores de investimentos financeiros e gestores de carteira em nome dos proprietários finais). Nesse ambiente jurídica e economicamente complexo, surge a questão de saber se o próprio conceito de propriedade e os seus contornos de definição são afetados e, se são, de que modo.¹⁴

À luz da definição acima, focada na competição: quem é, então, “proprietário comum”? Os investidores de varejo que têm propriedade nominal e mantêm meras reivindicações financeiras ou os investidores institucionais que gerenciam o capital fornecido e têm autoridade real de investimento e controle sobre a administração da empresa ao exercer os direitos e funções de acionistas na governança corporativa?

Além disso, a proliferação de estratégias de “investimento passivo” oferecidas por fundos indexados e fundos negociados em bolsa (“ETFs” ou “Exchange-traded funds”), mais “closet indexation por fundos ativos”, pode ter inadvertidamente levado a uma generalizada “sobreposição de propriedade por indexação”.¹⁵ À medida que avançamos de nível no capitalismo,

11 “Direta” é a propriedade de ações corporativas listadas por investidores individuais (propriedade de investidores de varejo) enquanto “indireta” é a propriedade por intermediários financeiros devido ao aumento do investimento de indivíduos no mercado de ações por meio de fundos diversificados (propriedade por investidores institucionais). Ver o documento da OCDE citado na nota 5 acima, p. 11. Essa classificação indireta/direta da propriedade, a partir de uma perspectiva do investimento financeiro não deve ser confundida com a mesma dicotomia linguística usada acima (ver nota 5), a partir de uma perspectiva jurídico-econômica da concorrência, para distinguir propriedade privada e propriedade comum.

12 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque: Macmillan, 1933.

13 STRINE, Leo. The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 30, n. 3, 2005, p. 687.

14 A descrição acima corresponde à “relação fiduciária ou de confiança” padrão entre proprietários econômicos (investidores individuais) e gerentes de fundos (investidores institucionais). No entanto, dependendo dos acordos de investimento específicos entre as partes (por exemplo, ETFs), podem ser vistos como tendo uma “relação de confiança reversa”, no sentido de que os papéis tradicionais podem ser revertidos, sendo o investidor financeiro é o proprietário derradeiro e o cliente do investimento o proprietário beneficiário. Sob esse prisma, presumivelmente o conceito de propriedade permanece intacto. Contudo, a dificuldade reside no fato de que, sob diferentes lentes analíticas, o mesmo conjunto de agentes (investidor financeiro) pode ao mesmo tempo ter identidades tanto de proprietário fiduciário/beneficiário (devido às obrigações fiduciárias dos fundos de investimento e regras de relatório de valores mobiliários) quanto de proprietário derradeiro/mandatário (devido à realidade econômica e à dinâmica de poder de fato da relação). Ver nota 20 abaixo.

15 COATES, John C. The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve. *Harvard Public Law*, Working Paper n. 19-07, 2018, p. 19.

a “propriedade por procuração” se torna concebível? Ou, inversamente, pode haver “propriedade nua” de provedores de capital, completamente divorciados do exercício de direitos de acionistas na governança da empresa? Em um universo tão intrincado de interligações corporativas e financeiras sutis (e ocultas),¹⁶ corremos o risco de que respostas que em algum momento foram simples e diretas não sejam mais linguisticamente precisas ou analiticamente rigorosas.

A “revolução do investimento indexado”¹⁷ pode ter criado problemas complexos de caracterização jurídica no que diz respeito às personalidades cindidas de proprietários comuns, amplificadas por investimentos múltiplos e sobrepostos. Nesse cenário, é um oxímoro sugerir que os mesmos agentes sejam “investidores passivos”, “acionistas ativos” e “compradores estratégicos” de uma só vez?¹⁸ Abordar a propriedade comum a partir de diferentes perspectivas analíticas (finanças, governança corporativa, antitruste) pode levar a qualificações epistêmicas tão diversas e aparentemente conflitantes.

Se o significado atribuído às palavras importa, as concepções da “passividade” relativa dos agentes ou da natureza “pública” dos mercados de capitais, empresas listadas e investidores que negociam ou mantêm ações listadas podem se tornar igualmente complicadas. O debate acadêmico e político sobre propriedade comum nos pressiona a revisitar alguns fundamentos teóricos da organização econômica moderna.

III. Externalidades negativas – qual é o problema?

As reflexões acima sobre a definição da propriedade comum aludem à fonte de potencial preocupação: a propriedade parcial indireta de concorrentes pode produzir efeitos colaterais contraintuitivos e externalidades prejudiciais para as partes não contratuais. A dupla separação entre “propriedade e controle” e “propriedade e propriedade” leva a dois “custos de agência” concomitantes entre: (i) acionistas-administradores de negócios; e (ii) proprietários de ativos-gestores de investimentos financeiros.

Por um lado, temos o “problema de agência” tradicional da governança corporativa, baseado na teoria da representação (*agency theory*) que pressupõe a separação de papéis nas companhias entre representantes ou administradores (*agents*), encarregados de tomar as decisões de negócios, e representados ou acionistas (*principals*), pessoas que transferem seu poder decisório para terceiros. Por outro lado, os interesses financeiros e os direitos de controle sobre o capital estão divididos entre os beneficiários finais do investimento e os

16 FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M.; GARCIA-BERNARDO, Javier. Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk. *Business and Politics*, v. 19, n. 2, 2017, p. 298.

17 WIGGLESWORTH, Robin. Passive Attack: The Story of a Wall Street Revolution. *Financial Times*, 20 dez. 2018. O FT se refere a esse fenômeno como “o Projeto Manhattan do investimento [que], no fim das contas, ajudou a parir uma bomba nuclear que pode rasgar a indústria global de gerenciamento de ativos”.

18 APPEL, Ian R.; GORMLEY, Todd A.; KEIM, Donald B. Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, v. 121, n. 1, p. 111-141, 2016. TZANAKI, Anna. *The Regulation of Minority Shareholdings and Other Structural Links between Competing Undertakings: A Law & Economics Analysis*. Tese de doutorado, University College of London, 2017.

gestores de carteira. Num ecossistema financeiro em contínua inovação, com múltiplos tipos de proprietários de ativos e de gestores, bem como de outros intermediários, como consultores de voto,¹⁹ determinar quem é o administrador e quem é o representante, e para que propósito, pode não ser uma questão jurídica trivial ou uma tipificação *a priori*. Por exemplo, no caso de ETFs, “os investidores finais não são conhecidos pelos gestores de ativos”.²⁰ Além disso, tem sido sugerido que os gestores de ativos sejam, na verdade, “proprietários por mandato” quando possuem ações nas empresas e/ou exercem direitos de voto, enquanto o risco financeiro e/ou título jurídico permanecem com seus clientes.²¹

Os “custos duplos de agência” e a “propriedade concentrada” acima mencionados têm, quando associados à propriedade comum por investidores institucionais, potenciais consequências abrangentes. Como apenas começamos a entender as implicações mais amplas da “propriedade institucional”, concentro-me aqui em três áreas de preocupação em potencial: (i) governança corporativa, (ii) finanças e (iii) antitruste. Mais especificamente, a propriedade institucional comum pode criar conflitos de interesse entre componentes da companhia e investidores financeiros que detêm ações, bem como efeitos colaterais na concorrência no mesmo mercado,²² com implicações jurídicas e de bem-estar distintas. A interação entre essas três dimensões do problema da propriedade comum é particularmente significativa, podemos dizer para enfatizar que se trata de um “trilema político” entre maximização do valor para os acionistas, diversificação de carteira e a concorrência, cada um desses objetivos desejável por si só.²³

Recorde-se que a empresa é tipicamente compreendida e analisada em sua concepção econômica como um “feixe de contratos”.²⁴ A empresa “não é um indivíduo”, mas uma “ficção jurídica” em que “objetivos conflitantes de indivíduos são equilibrados num quadro de relações contratuais” que delinea os direitos de propriedade das partes interessadas.²⁵ O comportamento empresarial é, assim, o resultado desse processo em que administradores dirigem empresas para maximizar os lucros em benefício dos interesses dos acionistas. Num modelo disperso de propriedade, o ativismo dos acionistas e o mercado de controle são vistos como os principais dispositivos para disciplinar a gestão e alinhar os incentivos entre administradores e acionistas (representantes-representados). No caso da propriedade concentrada, o foco está na resolução de conflitos entre acionistas, já que os acionistas controladores podem contribuir para minimizar

19 BlackRock, *The Investment Stewardship Ecosystem*, jul. 2018.

20 FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M. *The New Permanent Universal Owners: Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-termism*. 2018, p. 25. DOI: 10.2139/ssrn.3321597.

21 SHENKAR, Carmel; HEEMSKERK, Eelke M.; FICHTNER, Jan. *The New Mandate Owners: Passive Asset Managers and the Decoupling of Corporate Ownership*. *Competition Policy International – Antitrust Chronicle*, v. 1, n. 3, jun. 2017.

22 Ver o documento da OCDE citado na nota 5 acima.

23 AZAR, José. *A New Look at Oligopoly: Implicit Collusion Through Portfolio Diversification*. Dissertação, Princeton University, 2012.

24 WILLIAMSON, Oliver E. *Corporate Finance and Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, 1988, p. 567.

25 JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, p. 311.

os custos de agência gerenciais, mas seus interesses privados podem estar em conflito com aqueles dos acionistas minoritários. Por isso, uma função essencial da legislação societária é proteger os acionistas minoritários contra a tentativa de extração de benefícios privados do controle e restringir a capacidade dos controladores de influenciar decisões executivas.²⁶

Para começar, a propriedade comum por investidores diversificados suscita sérias preocupações do ponto de vista da governança corporativa. O paradoxo que enfrentamos é que acionistas de empresas operacionais podem ser “mais ativos e mais conflituosos”, enquanto investidores institucionais podem ser incentivados a agir “de uma maneira que é ruim a longo prazo para uma determinada empresa em operação cujas ações possuem se esse ato beneficiar seu portfólio”.²⁷ Em outras palavras, o ativismo dos acionistas não resolve necessariamente o problema vertical de agência (conflitos entre acionistas e administradores) e pode também criar um novo problema horizontal (conflitos entre acionistas diversificados *vis-à-vis* acionistas não diversificados). Além disso, a característica impressionante desse novo cenário, em que investidores institucionais detêm frações muito pequenas de capital em empresas individuais, é que o “controle”²⁸ formal não é um meio necessário para efetivar os conflitos horizontais acima mencionados, que “podem dar origem à expropriação dos acionistas não diversificados” (situação semelhante ao “tunneling”) e que podem parecer contraintuitivos num cenário de “empresa de capital aberto”.²⁹

Por outro lado, a dupla “divisão da propriedade” provocada pela propriedade institucional comum pode levar ao seguinte resultado paradoxal: (i) “déficit de propriedade” e “diluição de risco”, ou seja, inércia inerente à governança e assunção inadequada de risco devido ao problema de free rider e externalização do risco de responsabilidade vinculado à propriedade parcial indireta; (ii) engajamento de acionistas não específicos da empresa devido à diversificação de investimentos e voto por procuração; e (iii) concentração indireta do poder corporativo e controle econômico devido à concentração da “propriedade por intermediação” e aumento do engajamento acionário por alguns poucos e grandes investidores institucionais.

Nesse cenário híbrido de propriedade dispersa (direta) e concentrada (indireta), emergem uma série de questões interconectadas relativas à operação de companhias e mercados:

(a) o que as companhias maximizam em teoria e na prática (valor da empresa ou valor da carteira de acionistas diversificados e coletivamente dominantes)?

26 GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-Georg (ed.). *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018.

27 STRINE, *op. cit.*, p. 689.

28 Por “controle formal”, refiro-me ao controle *de jure* exclusivo de forma independente.

29 BACKUS, Matthew; CONLON, Christopher; SINKINSON, Michael. Common Ownership in America: 1980-2017. *NBER*, Working Paper n. 25454, 2019. Normalmente, o tunelamento [tunneling] está associado a estruturas de governança corporativa, nas quais um grande acionista tem controle acionário ou “quando os direitos de controle estão explicitamente divorciados dos direitos de fluxo de caixa”. Nesta configuração, o “controle” da empresa é indireto e *de facto* devido a participações paralelas e formalmente não controladoras de acionistas-investidores diversificados.

(b) a quais interesses servem os administradores (acionistas diversificados ou não diversificados)?

(c) o que os gerentes de fundos de investimento (ativos e passivos) se esforçam para maximizar (cliente individual ou valor da carteira) e em que nível (valor da própria carteira ou da família de fundos)?

(d) se e como a concentração da propriedade comum (sobreposição de acionistas diversificados) pode se traduzir em concentração de poder corporativo (poder de acionistas) ou levar a um desempenho ruim da empresa (redução do valor da empresa)?

(e) se e como a concentração da propriedade comum (sobreposição de acionistas diversificados) pode se traduzir em concentração setorial (poder de mercado) ou afetar a concorrência no mercado de produto (bem-estar do consumidor)?

(f) se e quais mecanismos de controle jurídico podem solucionar resultados problemáticos (conflitos de interesse ou redução do bem-estar)?

A crescente literatura sobre propriedade comum mostra que, pelo menos teoricamente, uma série de situações preocupantes pode surgir, como estruturas de governança corporativa não otimizadas ou destrutivas, administradores (financeiros e corporativos) habilitados porém irresponsáveis, falta de transparência acerca do exercício indiretamente concentrado do poder corporativo ou da autoridade de investimento, operação não otimizada dos mercados financeiros (aumento da volatilidade e sinais de preço embotados pela indexação),³⁰ ineficiências no mercado de controle corporativo (papel de gatekeeper dos investidores institucionais nas tentativas de fusões e aquisições por outros investidores),³¹ desempenho reduzido ou estabilização da concorrência no mercado de produtos (efeitos anticoncorrenciais unilaterais ou coordenados). Por sua vez, a propriedade comum pode ser vista sob o aspecto da governança corporativa, da proteção ao investidor ou mercado de capitais³² ou um problema de concorrência.

Embora explorar toda a gama de preocupações em potencial esteja além do escopo deste artigo, o que está claro é que a propriedade comum pode mudar fundamentalmente nossa percepção da realidade atual das finanças, das companhias e da indústria. As implicações são devastadoras porque as perguntas acima sugerem não apenas que as organizações empresariais (empresas industriais ou fundos de investimento) podem não cumprir sua função social,³³ mas também sugerem que a “empresa” pode não ser mais o átomo relevante da análise econômica, pois sua forma e função organizacionais previamente concebidas podem não corresponder mais à realidade

30 COATES, *op. cit.*, p. 20.

31 GELLES, David; DE LA MERCED, Michael J. New Alliances in Battle for Corporate Control. *New York Times*, 18 mar. 2014.

32 JACKSON JR., Robert J. Common Ownership: The Investor Protection Challenge of the 21st Century. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 14 dez. 2018.

33 STRINE, *op. cit.*, p. 687: “O objetivo das empresas é, afinal, criar riqueza social. Isso significa criar novos produtos e serviços e entregá-los de maneiras eficientes. Governança corporativa é um meio, não um fim.”

econômica predominante. Sob essa luz e lembrando as palavras de Coase, a maneabilidade e natureza realística das premissas econômicas se tornam primordiais e intransponíveis.³⁴

IV. Mecanismos anticoncorrenciais – em busca de uma ligação causal?

Examinando mais de perto o aspecto competitivo do problema de propriedade comum, as observações acima são de particular relevância. A maior parte dos debates acadêmicos sobre propriedade comum disputa e se concentra em três questões-chave: (i) pesquisa empírica (des) confirmando os efeitos anticoncorrenciais da propriedade comum; (ii) ferramentas econômicas para medir seu impacto na concentração do mercado e no bem-estar do consumidor; (iii) mecanismos de transmissão potenciais ou canais de influência.

Do lado positivo, talvez possamos concordar que os efeitos podem variar entre os setores e também dependem do tipo específico de investidor³⁵ e que é necessário estabelecer algum tipo de causalidade entre propriedade comum e quaisquer efeitos nocivos implicados. No entanto, existe uma discordância fundamental sobre os métodos empíricos concretos e as ferramentas de medição teórica empregadas³⁶ e, talvez mais importante, sobre o exercício conceitual mais amplo de traduzir padrões de propriedade em variáveis de controle para resultados competitivos.³⁷

Até agora, a análise econômica da propriedade comum se concentrou na modelagem e medição de efeitos anticoncorrenciais unilaterais³⁸ e é, portanto, amplamente micro-fundada e incorporada em um contexto de governança corporativa, onde a determinação dos direitos de controle e pesos apropriados correspondentes à propriedade parcial é um passo intermediário necessário para estimar os efeitos sobre a concorrência.³⁹ Além disso, críticas à implausibilidade de estratégias anticoncorrenciais ou mecanismos subjacentes a tais efeitos repousam nos mesmos fundamentos analíticos.⁴⁰

34 COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. *Economica*, v. 4, n. 16, 1937, p. 386 (citando Joan Robinson).

35 HEMPHILL, C. Scott; KAHAN, Marcel. The Strategies of Anticompetitive Common Ownership. *Yale Law Journal*, v. 129, p. 1392-1459, 2020. LOPEZ, Angel Luis; VIVES, Xavier. Overlapping Ownership, R&D Spillovers, and Antitrust Policy. *IESE Business School*, WP-1140, 2017.

36 MONOPOLKOMMISSION. *Biennial Report XXII: Competition 2018*, capítulo II.

37 VIVES, Xavier. Institutional Investment, Common Ownership and Antitrust. *Index funds – A New Antitrust Frontier? CPI Antitrust Chronicle*, jun. 2017.

38 Análises empíricas das indústrias aérea e bancária e do setor de sementes dos EUA sugerem que a propriedade comum leva a preços maiores. AZAR, José; SCHMALZ, Martin C.; TECU, Isabel. Anticompetitive Effects of Common Ownership. *The Journal of Finance*, 73, 1513, 2018; AZAR, José, RAINA, Sahil; SCHMALZ, Martin C. *Ultimate Ownership and Bank Competition*. 2016; TORSHIZI, Mohammad; CLAPP, Jennifer. *Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector*. 2019.

39 O'BRIEN, Daniel P.; SALOP, Steven C. Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control. *Antitrust Law Journal*, v. 67, p. 559-614, 2000. AZAR, José. *Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the Firm*. 2016.

40 HEMPHILL & KAHAN, nota 34, *supra*; O'BRIEN, Daniel P.; WAEHRER, Keith. The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less Than We Think. *Antitrust Law Journal*, 81(3), 729, 2017; LAMBERT, Thomas A.; SYKUTA, Michael E. The Case for Doing Nothing About Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms. *University of Missouri School of Law Legal Studies*, Research Paper n. 2018-21, 2018.

Menos atenção é dedicada aos possíveis efeitos coordenados.⁴¹ Assim é, embora se reconheça que: (i) resultados colusórios podem ser benéficos para todas as empresas e partes interessadas envolvidas⁴² (isto é, acionistas diversificados e não diversificados, administradores das companhias, gestores de fundos, investidores ativos e passivos em fundos indexados ou investidores em rivais horizontais de um setor e seus fornecedores e clientes a montante e a jusante⁴³) e, portanto, mais prováveis; (ii) mecanismos legais de controle existentes (deveres fiduciários de administradores de sociedades anônimas ou de gestores de fundos, responsabilidade antitruste) são ineficazes ou inadequados para lidar com efeitos colusórios;⁴⁴ e (iii) os benefícios da diversificação são mínimos no caso de colusão, já que empresas de setores sujeitas a decisões conjuntas enfrentam riscos similares.⁴⁵

Os economistas são humildes em admitir o desafio da tratabilidade ao modelar efeitos coordenados.⁴⁶ Para complicar ainda mais a análise acima, a coordenação potencial (explícita ou tácita) pode não ser necessariamente prejudicial à sociedade: é potencialmente prejudicial para os consumidores em certos casos, mas, em outros, também pode ser pró-competitiva ou favorável ao desenvolvimento de inovações.⁴⁷ Mais, ainda que esses efeitos de aprimoramento da eficiência possam depender de premissas de controle,⁴⁸ é claro e crítico que a coordenação não precise depender de influência ou controle ativos sobre a administração de uma empresa.⁴⁹

De maneira mais ampla, se a preocupação geral é que a propriedade comum possa “facilitar a conduta anticoncorrencial em toda a economia”, “outras pesquisas também serão necessárias para identificar os mecanismos [anticoncorrenciais precisos] através dos quais as empresas são levadas a aumentar os preços dos produtos”, por exemplo, a coordenação, expressa ou tácita, por meio de comunicação ou observação, exclusão ou desestímulo à concorrência em potencial.⁵⁰ Assim, pode ser que, em certas circunstâncias, estratégias anticoncorrenciais de longo prazo, como colusão (tácita) ou exclusão (paralela), comparadas a quaisquer efeitos de precificação de curto prazo,⁵¹ provavelmente sejam teorias de dano.

41 ROCK, Edward B.; RUBINFELD, Daniel L. Common Ownership and Coordinated Effects. *NYU Law and Economics*, Research Paper n. 18-40, 2018; TZANAKI, nota 17, *supra*.

42 MONOPOLKOMMISSION, nota 35, *supra*, p. 22.

43 ELHAUGE, Einer. *How Horizontal Shareholding Harms Our Economy – And Why Antitrust Law Can Fix It*, 2018, pp. 45–48.

44 Tais deveres fiduciários, que agem como restrições legais contra os mencionados “custos duplos de agência”, podem ser insuficientes para eliminá-los, tanto na teoria quanto na prática. *Ibid*, pp. 43-45, 49.

45 OCDE, nota 5, *supra*, 29. De maneira mais geral, a diversificação dentro da indústria tem benefícios limitados, já que as empresas estão sujeitas a “tendências comuns a toda indústria”, enquanto os investidores financeiros comuns podem ter alternativas menos restritivas para diversificar suas carteiras ao manterem ações em várias empresas industriais de diferentes setores ou investindo em múltiplos fundos ou ETFs. Portanto, quaisquer “benefícios no setor relevante (provavelmente) seriam pequenos em relação ao dano anticoncorrencial”. (BAKER, nota 4, *supra*, pp. 228-230).

46 POSNER, Eric A.; SCOTT MORTON, Fiona M.; WEYL, E. Glen. A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors. , 81(3), 669, 689, 2017.

47 HE, Jie (Jack); HUANG, Jiekun. Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *The Review of Financial Studies*, 30, 2674, 2017.

48 LOPEZ & VIVES, nota 36, *supra*.

49 MONOPOLKOMMISSION, nota 35, *supra*, p. 23.

50 BAKER, nota 4, *supra*, pp. 213, 217-218, 226.

51 TZANAKI, nota 17, *supra*; MONOPOLKOMMISSION, nota 35, *supra*, pp., 22–24.

Essas observações sugerem que um foco que considere apenas os efeitos estáticos unilaterais e os mecanismos anticoncorrenciais ancorados na governança corporativa e medidos por índices estruturais de mercado baseados em um modelo de controle de fusão (parcial) pode não ser o (único) *locus* de pesquisa relevante. Ou seja, controle da gestão de empresa e concentração do mercado podem não ser bons áugures de prejuízos. De fato, admite-se que os índices de concentração sejam usados na análise de fusões como uma tela para identificar um cenário potencialmente propício para que surjam efeitos anticoncorrenciais, e não como um indicador conclusivo de dano.⁵² Essa observação é importante porque a propriedade comum não está associada nem ao controle jurídico formal ou mesmo ao controle econômico claro da empresa⁵³ numa base independente, mas com situações de controle coletivo indireto *de facto* na governança da empresa⁵⁴ e mercados de produtos, devido à interação e efeito cumulativo de pequenas participações paralelas em concorrentes por investidores diversificados.

Consequentemente, a propriedade comum nos obriga a pensar além da sabedoria convencional, a fim de lidar com a nova realidade emergente. À luz do exposto, será que a empresa se torna uma “caixa aberta” em vez de uma “caixa preta”; serão a hierarquia e o controle (parcial) maneiras úteis de elaborar interações entre companhia e mercado em um mundo de investidores-acionistas diversificados; será a concentração do mercado, capturando uma redução no número de empresas formalmente independentes no mercado pós-fusão, um indicador significativo para rastrear situações prejudiciais de propriedade comum ou para se correlacionar com seus potenciais efeitos anticoncorrenciais? Será que nossas ferramentas e métodos ou mesmo conceitos existentes não são apenas insuficientemente nítidos, mas também não são adequados para entender completamente os determinantes e as implicações da propriedade comum para os resultados da empresa e do mercado?

Isso lembra a conhecida piada de economistas de não olhar para onde as chaves poderiam ter sido perdidas, mas para onde fica a luz da rua. A prudência não é uma virtude de homens bêbados; a tarefa é o esclarecimento. Ao procurar caminhos alternativos de pesquisa para abordar a propriedade comum e apreciar suas consequências operacionais e de bem-estar – se seguirmos as orientações de Brandeis: “dizem que a luz do sol é o melhor dos desinfetantes; a luz elétrica, o policial mais eficiente” – talvez também possamos encontrar o procurado elo causal.⁵⁵

V. Soluções do Direito Antitruste – revolução ou evolução?

Onde isso nos deixa então? Existe algum sentido em falar em soluções quando não

52 O'BRIEN & WAEHRER, nota 39, *supra*, p. 748.

53 *Ibid*, p. 766.

54 Incluindo o mercado de controle corporativo.

55 Como nota Ludwig Wittgenstein, em *Remarks on Frazer's Golden Bough*: “Para convencer alguém da verdade, não é suficiente constatá-la, mas deve-se encontrar o caminho do erro para a verdade” (N. dos T.: aqui, a tradução da citação foi feita por João José R. L. Almeida. Cf. WITTGENSTEIN, L. *Observações sobre o “ramo de ouro” de Frazer*. Porto: Deriva Editores, 2011, p. 8).

sabemos qual é o problema relevante? Um exame mais atento sugere que o território em que estamos atualmente pisando pode não ser seguro. Por quê? Porque não fazer nada pode ser tão socialmente prejudicial quanto exagerar nas supostas preocupações.

Por exemplo, a aplicação do controle de fusões que não considera propriedade comum pode ser equivocada de maneiras inesperadas: o tipo de fusões e os limites e o tipo de concentração de mercado relevantes sob o controle de fusões podem mudar, levando em consideração a participação acionária ordinária.⁵⁶ Além disso, o escrutínio do controle de fusões pode não ser um meio eficaz de regular prejuízos potenciais decorrentes da propriedade comum, tanto porque o controle e a concentração podem não ser o *locus* crítico da investigação, quanto porque a colusão tácita ou os resultados anticoncorrenciais não relacionados a uma situação singular de fusão legal não podem ser capturados de forma coerente ou adequada por meio de um regime de controle legal *ex ante*.⁵⁷

Na Europa, não existe sequer a possibilidade de recorrer ao direito regulatório para resolver preocupações da propriedade comum: o regime de controle de fusões da UE não alcança a participação minoritária sem poder de controle, enquanto os poucos Estados-Membros que possuem regras de fusão mais abrangentes ainda exigem um nível mais baixo de influência ativa vinculada à participação acionária.⁵⁸ A prática recente explicitamente trata os vínculos de propriedade comum como uma questão secundária em casos de fusão notificados.⁵⁹ Embora se diga que a participação acionária ordinária é um relevante “elemento de contexto na avaliação” sua análise nessas decisões é não-determinante e as conclusões sobre a questão política mais ampla são deixadas em aberto. O controle de fusões nos EUA é mais aberto e não depende de controle: a participação em ações ordinárias formalmente “passivas” comprovadamente causadoras de efeitos anticoncorrenciais reais não é assegurada, enquanto ações recentes de execução sugerem que a intenção “ativa” *de facto* ou a influência informal podem ser suficiente para trazer investimentos institucionais “passivos” ao alcance da lei.⁶⁰

Além disso, a aplicação da lei antitruste contra a participação em ações ordinárias também é limitada. Contrastando com o controle de fusões, que se guia pelos efeitos,⁶¹ a lei antitruste exige algum tipo de ato público. Em termos jurídicos, isso pode assumir a forma de um “acordo” anticoncorrencial ou uma prática unilateral, ou seja, exercício “abusivo” do

56 ELHAUGE, nota 42, *supra*, pp. 102-104. Por exemplo, fusões não-horizontais, níveis mais baixos de concentração de mercado do que na análise tradicional de fusão, relevância da concentração de mercado local.

57 Conforme explicado acima, o efeito anticoncorrencial decorrente da propriedade comum é cumulativo e qualquer controle relevante é indireto e *de facto*; além disso, o escrutínio do controle de fusões não é acionado, a menos que haja uma nova(s) aquisição(ões) de ações pelos proprietários comuns que atenda(m) aos critérios estatutários relevantes.

58 TZANAKI, nota 17, *supra*; COMISSÃO EUROPEIA. *Support Study for Impact Assessment Concerning the Review of Merger Regulation Regarding Minority Shareholdings*. Report by Spark Legal Network and Queen Mary University of London, 2016.

59 Caso M.7932, Dow/DuPont (27 de março de 2017); Caso M.8084, Bayer/Monsanto (11 de abril de 2018).

60 CORRADI & TZANAKI, nota 2, *supra*, p. 6 (referindo-se ao caso Value Act).

61 U.S. DOJ & FTC Horizontal Merger Guidelines, 2010, § 13.

poder de mercado (UE) ou “monopolização” (EUA). Em teoria, as atuais regras antitruste dos EUA e da UE podem ser percebidas e interpretadas de modo a se aplicarem a situações de propriedade comum.⁶² No entanto, a aplicação com base nos artigos 101 e 102 do TFUE contra qualquer transação de aquisição de ações (controladora ou não), sem expressa comunicação ou coordenação, tem sido discutida desde a adoção do Regulamento das Concentrações da UE e especialmente após a modernização do regime antitruste europeu.⁶³ Por outro lado, o §1º do Sherman Act foi aplicado contra “combinações” horizontais anticoncorrenciais e meras aquisições de ações;⁶⁴ mas “nunca houve ação contra compras paralelas de interesses sem poder de controle”, embora os elementos legais de “acordo” e “efeitos” não exijam e sejam aplicáveis independentemente do controle.⁶⁵

Para o elogio dos reguladores dos dois lados do Atlântico, medidas estão sendo tomadas para compreender melhor a extensão e o significado do fenômeno da propriedade comum.⁶⁶ Mas o que deve ser feito, se é que deve, no atual estado de consciência e relativa incerteza (empírica e teórica)? Podemos saber que as circunstâncias mudaram, mas podemos não saber como. Na dúvida, escolheremos intervir ou não? Devemos presumir algum efeito anticoncorrencial ou introduzir “portos seguros”? Podemos confiar no direito existente ou é necessária legislação adicional?

Na guerra contra a propriedade comum, as batalhas serão sobre as regras padrão. Opiniões e escolhas concretas podem variar entre jurisdições, considerando também diferentes condições de mercado, potencial de danos e estrutura do setor, tradição jurídica, acordos institucionais e contexto socioeconômico. No entanto, as atuais inaplicabilidade e insuficiência do direito não são uma boa posição. Sem uma aplicação antitruste crível, a “arma não-secreta de dissuasão” da lei é efetivamente anulada. Por sua vez, isso pode levar, em termos quantitativos, a mais elos de propriedade comum e, em termos qualitativos, ligações mais prejudiciais. O argumento geralmente apresentado contra a ação regulatória é o risco e o custo de “resfriar” o comportamento legítimo, como o investimento institucional. No entanto, verifica-se que a lei também possa ter um efeito de “aquecimento”:⁶⁷ ela pode ser projetada de maneira a incentivar e permitir não quaisquer investimentos institucionais, mas os de boa qualidade. Os dois efeitos opostos devem ser equilibrados antes de se tirar conclusões sobre como projetar e aplicar regras em qualquer caso.

62 ELHAUGE, nota 42, *supra*; TZANAKI, nota 17, *supra*.

63 TZANAKI, nota 17, *supra*; CORRADI & TZANAKI, nota 2, *supra*, p. 7.

64 Mesmo quando o resultado foi uma “única empresa que é legalmente incapaz de fixar preços consigo mesma”.

65 MORTON & HOVENKAMP, nota 1, *supra*, pp. 2033–2036.

66 Pré-contrato COMP/2018/002 “Collection of European Market Share and Industry Level Concentration Data,” (maio de 2018); U.S. FTC Hearings on Competition and Consumer Protection in the 21st Century, Panel #8: Common Ownership (6 de dezembro de 2018).

67 HEMEL, Daniel Jacob; PORAT, Ariel. Free Speech and Cheap Talk. *Journal of Legal Analysis*, v. 11, p. 46-103, 2019.

Se o antitruste é a “democracia econômica dos mercados”,⁶⁸ talvez o necessário seja uma evolução comprometida da lei existente para se adaptar à nova realidade de crescente propriedade comum. Os cidadãos da república (fiscais, empresas, consumidores) devem se beneficiar desse desenvolvimento: a fiscalização antitruste garante que empresas e mercados operem no interesse público, de modo que o bem-estar a longo prazo do sistema e seus constituintes seja preservado. Uma revolução na forma de novas regulamentações ou soluções limitadoras⁶⁹ do fenômeno de propriedade comum que ainda não compreendemos completamente pode então ser não apenas prematura, mas também contraproducente. As revoluções também podem ter baixas inocentes, às vezes a título de defesa do bem-estar social e da transparência do sistema.

Por enquanto, é melhor usarmos bem o que já temos. Primeiro, talvez seja necessário atualizar a análise tradicional de fusões para considerar a participação acionária ordinária ao revisar fusões entre empresas do mesmo setor ou gestores de ativos.⁷⁰ Segundo, precisamos reativar e atualizar a aplicação da lei antitruste, de acordo com quaisquer novas teorias de dano (colusão, exclusão) associadas à participação acionária ordinária que vão além do controle das fusões.⁷¹ Terceiro, precisamos entender mais profundamente todas as maneiras possíveis pelas quais a propriedade comum pode levar a efeitos ou eficiência anticoncorrenciais, para que possamos apreciar e equilibrar devidamente os dois sob o controle de fusão ou aplicação de leis antitruste. No geral, a análise caso-a-caso,⁷² com base em políticas de concorrência informadas e orientações detalhadas de aplicação da lei,⁷³ juntamente com mudanças legais escalonadas,⁷⁴ podem ser uma abordagem mais inteligente para o desafio da propriedade comum.

Conclusão

No universo da propriedade comum, novas teorias de danos interessantes ganham vida, de modo que nossa até agora fundamental visão de mundo muda. Entre outros, a propriedade comum pode adubar o terreno que aproxima figuras como Schumpeter e Marx mais do que nunca,⁷⁵ na medida em que obscurece as fronteiras entre a economia de mercado e a economia planejada. Nesse universo exótico, o mercado livre e as variedades de capitalismo de partes interessadas⁷⁶

68 FOX, Eleanor M. The Symbiosis of Democracy and Markets. *OECD Global Forum on Competition, DAF/COMP/GF* (2017) 5, 2, 2018.

69 POSNER, SCOTT MORTON & WEYL, nota 45, *supra*.

70 ELHAUGE, nota 42, *supra*, p. 98; AZAR, SCHMALZ & TECU, nota 37, *supra*, p. 1560.

71 ROCK & RUBINFELD, nota 40 *supra*; TZANAKI, nota 17 *supra*.

72 ELHAUGE, nota 42, *supra*, p. 33; PATEL, Menesh, Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust. *Antitrust Law Journal* 279, 82(1), 2018.

73 Vide a resolução do Parlamento Europeu de 31 de janeiro de 2019, no Relatório Anual sobre Política Concorrencial (2018/2102(INI)) - Bruxelas, ponto 31, solicitando tal orientação.

74 Se necessário, como lembra o regime de controle de fusões dos EUA. TZANAKI, Anna. The Legal Treatment of Minority Shareholdings Under EU Competition Law: Present and Future. In: *Essays in Honour of Professor Panayiotis I. Kanellopoulos*, Atenas: Sakkoulas Publications, 2015, pp. 861, 885–886.

75 “Stealth Socialism” (*The Economist*, 17 de setembro de 2016).

76 HALL, Peter A.; SOSKICE, David. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

podem se encontrar em uma determinada jurisdição por meio da força coesiva da intermediação institucional dos investidores. Nesse sentido, os ecos da frase de efeito do presidente dos EUA no filme Kubrick podem parecer surpreendentemente prescientes, se não apocalípticos:

“Senhores, vocês não podem brigar aqui! Esta é a sala de guerra!”

Se, como dito anteriormente, o atual equilíbrio político e jurídico não é sustentável,⁷⁷ e se “conspiração contra o público” é o cenário de dano antitruste mais provável,⁷⁸ é melhor não permanecermos observadores “passivos” da revolução da propriedade comum. Os pesquisadores contemporâneos de direito e economia devem estar atentos a esse novo estado econômico das empresas, indústrias e mercados financeiros e continuar explorando o quebra-cabeça da propriedade comum por meio de colaboração interdisciplinar e concentrando-se em fazer as perguntas certas. Não obstante, os formuladores de políticas devem estar abertos a novas lições, mesmo quando vão além dos quadros tradicionais da ortodoxia específica da jurisdição. A propriedade comum nos une para redescobrir pontos de conjuntura e convergência, com plena consciência de nossos passados econômicos divergentes, e talvez com a esperança de uma nova visão compartilhada sobre crescimento socialmente orientado para nossas sociedades e cidadãos. Que o antitruste seja a força de ignição nesse caminho.

Bibliografia

- APPEL, Ian R.; GORMLEY, Todd A.; KEIM, Donald B. Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, v. 121, n. 1, p. 111-141, 2016.
- AZAR, José, RAINA, Sahil; SCHMALZ, Martin C. *Ultimate Ownership and Bank Competition*. 2016.
- AZAR, José. *A New Look at Oligopoly: Implicit Collusion Through Portfolio Diversification*. Dissertação, Princeton University, 2012.
- _____. *Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the Firm*. 2016.
- AZAR, José; SCHMALZ, Martin C.; TECU, Isabel. Anticompetitive Effects of Common Ownership. *The Journal of Finance*, 73, 1513, 2018.
- BACKUS, Matthew; CONLON, Christopher; SINKINSON, Michael. Common Ownership in America: 1980-2017. *NBER*, Working Paper n. 25454, 2019.
- BAKER, Jonathan B. Overlapping Financial Investor Ownership, Market Power, and Antitrust Enforcement: My Qualified Agreement with Professor Elhauge. *Harvard Law Review*, v. 129, n. 5, p. 212-232, 2016.

⁷⁷ COATES, nota 14, *supra*, p. 19.

⁷⁸ SMITH, Adam. *The Wealth of Nations* (1776).

- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque: Macmillan, 1933.
- CLARK, Robert Charles. The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises. *Harvard Law Review*, v. 94, n. 3, p. 561-582, 1981.
- COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. *Economica*, v. 4, n. 16, 1937.
- COATES, John C. The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve. *Harvard Public Law*, Working Paper n. 19-07, 2018, p. 19.
- COMISSÃO EUROPEIA. *Support Study for Impact Assessment Concerning the Review of Merger Regulation Regarding Minority Shareholdings*. Report by Spark Legal Network and Queen Mary University of London, 2016.
- CORRADI, Marco Claudio; TZANAKI, Anna. Active and Passive Institutional Investors and New Antitrust Challenges: Is EU Competition Law Ready? *Competition Policy International – Antitrust Chronicle*, v. 1, n. 3, jun. 2017.
- DAVIS, Gerald F. A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States. *European Management Review*, v. 5, n. 1, p. 11-21, 2008.
- ELHAUGE, Einer R. Horizontal Shareholding. *Harvard Law Review*, v. 129, n. 5, p. 1267-1316, 2016.
- _____. *How Horizontal Shareholding Harms Our Economy – And Why Antitrust Law Can Fix It*, 2018.
- FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M. *The New Permanent Universal Owners: Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-termism*. 2018, p. 25. DOI: 10.2139/ssrn.3321597.
- FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M.; GARCIA-BERNARDO, Javier. Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk. *Business and Politics*, v. 19, n. 2, 2017, p. 298.
- FOX, Eleanor M. The Symbiosis of Democracy and Markets. *OECD Global Forum on Competition, DAF/COMP/GF (2017) 5, 2*, 2018.
- GELLES, David; DE LA MERCED, Michael J. New Alliances in Battle for Corporate Control. *New York Times*, 18 mar. 2014.
- GILO, David. Passive Investment. In: COLLINS, Wayne Dale (org.). *Issues in competition law and policy*. Vol. 3. Chicago: ABA Section of Antitrust Law, p. 1637-1661, 2008.
- GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation. *Columbia Law and Economics*, Working Paper n. 461, 2014.
- GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-Georg (ed.). *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- HALL, Peter A.; SOSKICE, David. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.
- HE, Jie (Jack); HUANG, Jiekun. Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *The Review of Financial Studies*, 30, 2674, 2017.

- HEMEL, Daniel Jacob; PORAT, Ariel. Free Speech and Cheap Talk. *Journal of Legal Analysis*, v. 11, p. 46-103, 2019.
- HEMPHILL, C. Scott; KAHAN, Marcel. The Strategies of Anticompetitive Common Ownership. *Yale Law Journal*, v. 129, p. 1392-1459, 2020.
- JACKSON JR., Robert J. Common Ownership: The Investor Protection Challenge of the 21st Century. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 14 dez. 2018.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, p. 311.
- LAMBERT, Thomas A.; SYKUTA, Michael E. The Case for Doing Nothing About Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms. *University of Missouri School of Law Legal Studies*, Research Paper n. 2018-21, 2018.
- LOPEZ, Angel Luis; VIVES, Xavier. Overlapping Ownership, R&D Spillovers, and Antitrust Policy. *IESE Business School*, WP-1140, 2017.
- MONOPOLKOMMISSION. *Biennial Report XXII: Competition 2018*.
- O'BRIEN, Daniel P.; SALOP, Steven C. Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control. *Antitrust Law Journal*, v. 67, p. 559-614, 2000.
- O'BRIEN, Daniel P.; WAEHRER, Keith. The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less Than We Think. *Antitrust Law Journal*, 81(3), 729, 2017.
- PATEL, Menesh, Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust. *Antitrust Law Journal* 279, 82(1), 2018.
- POSNER, Eric A.; SCOTT MORTON, Fiona M.; WEYL, E. Glen. A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors. , 81(3), 669, 689, 2017.
- ROCK, Edward B.; RUBINFELD, Daniel L. Common Ownership and Coordinated Effects. *NYU Law and Economics*, Research Paper n. 18-40, 2018.
- SCOTT MORTON, Fiona M.; HOVENKAMP, Herbert. Horizontal Shareholding and Antitrust Policy. *Yale Law Journal*, v. 127, p. 2026-2048, 2018.
- SHENKAR, Carmel; HEEMSKERK, Eelke M.; FICHTNER, Jan. The New Mandate Owners: Passive Asset Managers and the Decoupling of Corporate Ownership. *Competition Policy International – Antitrust Chronicle*, v. 1, n. 3, jun. 2017.
- STRINE, Leo. The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 30, n. 3, 2005, p. 687.
- TORSHIZI, Mohammad; CLAPP, Jennifer. *Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector*. 2019.
- TZANAKI, Anna. The Legal Treatment of Minority Shareholdings Under EU Competition Law: Present and Future. In: *Essays in Honour of Professor Panayiotis I. Kanellopoulos*, Atenas: Sakkoulas Publications, 2015.

- _____. *The Regulation of Minority Shareholdings and Other Structural Links between Competing Undertakings: A Law & Economics Analysis*. Tese de doutorado, University College of London, 2017.
- VIVES, Xavier. Institutional Investment, Common Ownership and Antitrust. *Index funds – A New Antitrust Frontier? CPI Antitrust Chronicle*, jun. 2017.
- WIGGLESWORTH, Robin. Passive Attack: The Story of a Wall Street Revolution. *Financial Times*, 20 dez. 2018.
- WILLIAMSON, Oliver E. Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, 1988, p. 567.

SOBRE A AUTORA:

Anna Tzanaki

Anna Tzanaki has been a Senior Lecturer in European Business Law at Lund University, and currently a Marie Curie Research Fellow, having been awarded a Horizon 2020 research grant by the European Commission. She is a Senior Research Fellow at the UCL Centre for Law, Economics & Society and an Associate Editor of the *Journal of Competition Law & Economics* (OUP) and *Competition Policy International*.

Anna studied law at University College London (PhD), University of Chicago (LLM), University of Athens (LLB) and Humboldt University Berlin (Erasmus).

She has been a Visiting Research Fellow at Harvard Law School and a Max Weber Fellow at the European University Institute.

Anna has been employed as an independent expert to undertake research and also to train national judges in EU Competition Law on behalf of the European Commission. Prior to academia, she has worked within the Competition/Antitrust Group of Linklaters LLP in London, UK and at the International Telecommunication Union in Geneva, Switzerland. She has been admitted to practice in New York (USA) and in Athens (Greece).

ANNA TZANAKI

Artigo recebido em 05/8/2020 | Artigo aceito em 09/09/2020

DESC
DIREITO, ECONOMIA &
SOCIEDADE CONTEMPORÂNEA