

PRIVATE EQUITY: LA PRÁCTICA DEL “CLUBBING” Y LAS NORMAS ANTITRUST

Por Ainhoa Veiga, Socia
Araoz & Rueda

La experiencia del capital riesgo en las últimas décadas acredita que la práctica de syndicatear las inversiones o “clubbing” entre los actores en este mercado, aun a costa de restringir la competencia por la adquisición del control de empresas, no sólo ha contribuido a generar importantes eficiencias empresariales y en el mercado sino a la sociedad en su conjunto mediante el impulso y desarrollo de múltiples y diversos proyectos empresariales receptores de este capital. Las inversiones de riesgo compartido, en las que las empresas de private equity han aunado recursos y experiencia, han constituido en los últimos años una práctica habitual en el mercado de la adquisición del control de empresas.

Aunque este mercado nunca ha estado exento de la aplicación de las normas de defensa de la competencia, no es menos cierto que, salvo por la aplicación de las normas de control de concentraciones, hasta la fecha, las conductas de las empresas de private equity no habían merecido especial atención por las normas antimonopolio. Pues bien, en Octubre de 2006, la División Antitrust del Departamento de Justicia estadounidense (DoJ) ha abierto una investigación con el objeto de indagar las prácticas de “clubbing” entre las grandes empresas de private equity, en particular, por lo que respecta a las operaciones de adquisición de empresas cotizadas (operaciones *public to private*).

Por la información que ha trascendido hasta la fecha, el DoJ se ha limitado a remitir cartas informales a algunas de las grandes empresas de private equity (KKR., Carlyle, Clayton, Silver Lake y Merrill Lynch), para que voluntariamente faciliten información general relativa a sus prácticas empresariales en operaciones de adquisición desde 2003. Si bien se desconoce el objeto preciso de investigación, parece que el DoJ estaría especialmente interesado en investigar las relaciones entre los private equity competidores potenciales en los procesos de adquisición del control de diversas empresas cotizadas. Cabría especular que el interés del DoJ pudiera dirigirse, en particular, a identificar aquéllas prácticas que pudieran implicar la existencia de acuerdos secretos entre los private equity de no pujar por la adquisición de la misma empresa a cambio de alguna compensación.

A la anterior investigación, se ha sumado una demanda presentada en Noviembre de 2006, ante un tribunal de Nueva York contra determinadas empresas de private equity (Clayton, Silver Lake, Blackstone, Bain Capital, Thomas H Lee, Texas Pacific, Madison Dearborn, Apollo, Providence, Merrill Lynch y Warburg Pincus) en nombre de antiguos accionistas de empresas antes cotizadas y posteriormente privatizadas tras la adquisición de control por las correspondientes empresas de private equity. La citada demanda imputa a éstas la infracción de la normativa antitrust estadounidense, en particular, la sección primera de la *Sherman Act* que, de forma similar a las normas antimonopolio europeas y españolas, prohíbe los acuerdos colusorios entre empresas competidoras cuyo objeto o efecto sea la restricción de la competencia mediante, por ejemplo, la fijación de precios y el reparto de mercados, incluidas las pujas fraudulentas. Como consecuencia de las conductas imputadas, la demanda alega la reducción artificial de los precios de venta y el correspondiente daño causado a los accionistas vendedores.

ARAOZ & RUEDA

Aunque es pronto para especular sobre el alcance y desenlace de las acciones emprendidas, éstas pueden resultar oportunas al objeto de apuntar los riesgos que, en ambos lados del Atlántico, determinadas conductas pudieran implicar para las empresas de private equity a la luz de las normas antitrust. En efecto, si bien no conocemos de demandas o investigaciones similares que hayan sido iniciadas al amparo de las normas antitrust europeas y españolas, lo cierto es que en materia de prácticas colusorias restrictivas de la competencia, las respectivas jurisdicciones cuentan con normas represivas de tales prácticas. En concreto, de forma similar a la sección primera de la *Sherman Act* estadounidense, tanto el artículo 81 del Tratado de la Comunidad Europea como el artículo 1 de la Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia prohíben los acuerdos y prácticas colusorias entre empresas que tenga por objeto o efecto la restricción de la competencia mediante, por ejemplo, la fijación de precios o el reparto de mercados. La violación de estas normas está castigada con multas que pueden llegar a alcanzar cifras muy cuantiosas (hasta el diez por ciento del volumen de ventas de cada empresa infractora en el ejercicio inmediato anterior). Igualmente, los perjudicados pueden obtener la indemnización de los daños y perjuicios causados. En Estados Unidos, además de poder incurrir los infractores en responsabilidad penal con penas de prisión, los perjudicados pueden reclamar la indemnización por triplicado.

Sin perjuicio del debate que cabría plantear acerca de la conveniencia de aplicar la normativa de defensa de la competencia al comportamiento de los private equity en el mercado para la adquisición del control de empresas, lo cierto es que esta normativa tiene vocación de aplicación general. Por consiguiente, *a priori*, no cabe sustraer al sector considerado de su ámbito de aplicación. No obstante, no convendría perder de vista el anterior debate, en particular, en atención, por una parte, al ámbito y relación de las normas antimonopolio con las normas reguladoras de los mercados de valores y, por otra parte, en atención a la orientación dada a la aplicación de las normas antimonopolio, cada vez menos formalista y más centrada en el bienestar del consumidor y en la eficiencia económica.

En todo caso, al objeto de evitar en lo posible los riesgos apuntados, sí es posible anticipar con carácter general las siguientes valoraciones y recomendaciones:

- 1.- Un acuerdo entre dos o más empresas de private equity para realizar una oferta conjunta, en principio, no constituye necesariamente un acuerdo prohibido por la normativa de defensa de la competencia.

Esto ha de ser así, en particular, cuando resulte evidente que ninguna de las partes podría haber ofertado por separado (por ejemplo, en razón del alto grado de concentración del riesgo). Como hemos apuntado anteriormente, los "club deals" generan numerosas eficiencias, tanto a los participantes en estos acuerdos como a las empresas objeto de adquisición.

- 2.- La percepción objetiva del vendedor acerca del acuerdo entre dos o más adquirentes potenciales puede constituir un indicio o elemento importante al objeto de valorar la legalidad de tal acuerdo. En particular, si el vendedor pudiera sufrir un daño como consecuencia de un acuerdo de oferta conjunta en contraste con ofertas individuales.
- 3.- En atención a lo anterior, resulta recomendable que las empresas de private equity:
 - Identifiquen y documenten las razones legítimas para ofertar o pujar conjuntamente.

ARAOZ & RUEDA

- Reparen en y cuiden el contenido de las comunicaciones con competidores socios potenciales. En particular, deben evitar todo intercambio o comunicación de información sensible o de secretos comerciales.
- Eviten cualquier acuerdo con competidores actuales o potenciales que tenga por objeto el que una de las partes se comprometa a no acudir a una puja o por el que las partes acuerden los precios con los que pujarán respectivamente.
- Eviten comunicaciones con competidores actuales o potenciales sobre las intenciones con respecto a un determinado proceso de subasta.
- En general, eviten cualquier tipo de conducta que posteriormente pueda sugerir la existencia de una estrategia colusoria.

ARAOZ & RUEDA