



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE DERECHO

**EL DERECHO DE LA COMPETENCIA ECONÓMICA:
LOS RIESGOS QUE REPRESENTAN LAS
ADMINISTRADORAS DE FONDOS INDEXADOS**

T E S I S

QUE PARA OPTAR EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN DERECHO

P R E S E N T A :

JUAN MARÍA LÓPEZ CORTINA



**DIRECTORA DE TESIS:
LIC. FANNY PINEDA GÓMEZ
CIUDAD UNIVERSITARIA, CD. MX., 2022**



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Contenido

INTRODUCCIÓN	7
CAPÍTULO I. ANTECEDENTES HISTÓRICOS	9
I.1 HISTORIA DE LA POLÍTICA DE COMPETENCIA	9
I.2 ANTECEDENTES DEL DERECHO DE LA COMPETENCIA ECONÓMICA EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA	10
I.3 ANTECEDENTES DEL DERECHO DE COMPETENCIA EN LA UNIÓN EUROPEA	14
I.3.1. Alemania	14
I.3.2. Reino Unido	15
I.3.3. Comunidades Europeas	16
I.4 EL DERECHO DE LA COMPETENCIA EN MÉXICO	20
I.4.1 Artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos	23
I.4.2. La Ley Federal de Competencia Económica	25
I.4.2.1 Prácticas Monopólicas Absolutas	27
I.4.2.2. Concentraciones	36
I.4.3. LAS AUTORIDADES DE COMPETENCIA EN MÉXICO	40
I.4.3.1. La Comisión Federal de Competencia Económica	41
I.4.3.2. El Instituto Federal de Telecomunicaciones	42
CAPÍTULO II. LOS FONDOS INDEXADOS	43
II.1 BREVES ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS FONDOS DE INDEXADOS	44
II.2 DEFINICIONES Y ESTRUCTURAS DE LOS FONDOS INDEXADOS	52
II.2.1. Los Mutual Funds	53
II.2.2. Los Index Funds	54
II.2.2. Los Exchange Traded Funds o ETFs	58
II.3 OPERACIÓN DE LOS FONDOS INDEXADOS	61
II.3.1 Activos objeto de inversión	62
II.3.2 Operación intradía	63
II.3.3 Liquidez de los fondos	65
II.4 FONDOS: COMMON OWNERSHIP	66
II.4.2 Fondos indexados y la common ownership	72
II.4.3 Definición de common ownership	70
CAPÍTULO III. RIESGOS A LA COMPETENCIA ECONÓMICA QUE REPRESENTAN LOS FONDOS INDEXADOS	74
III.1 ADMINISTRADORAS DE FONDOS INDEXADOS	74
III.1.1 ROL DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS INDEXADOS	74
III.2.2 LAS BIG THREE: SU VALOR E INFLUENCIA	75
III.2.2.1 BlackRock	76
III.2.2.1 Vanguard	76
III.2.2.1 StateStreet	76
III.2 RIESGO DE ACUERDOS COLUSORIOS ENTRE EMPRESAS COMPETIDORAS	91
III.2.1 Influencia de la titularidad de acciones de las Big Three	91
III.2.2 Presión dentro de los consejos de administración	103
III.2.3 Coordinación de acciones en empresas de un mismo mercado	115
CAPÍTULO IV. PROPUESTA DE REGULACIÓN EN MÉXICO EN MATERIA DE COMPETENCIA ECONÓMICA	121
IV.1 REGULACIÓN EX ANTE	123
IV.2 REGULACIÓN EX POST	127
FUENTES CONSULTADAS	132

Dedicatorias

A mi madre por todo el cariño, amor, esfuerzos incanzables y la educación que me dio a lo largo de la vida así como por su visión.

A mi padre por su apoyo y consejos siempre invaluables y sus enseñanzas académicas y de vida, así como su apoyo y esfuerzos.

A mi hermana Isabel por todos los momentos juntos en nuestra vida.

A mi hermano Santiago por su ayuda siempre dispuesta y los momentos juntos.

A Cristina por apoyarme siempre y por sus múltiples enseñanzas.

A Francisco por su apoyo incanzable, su paciencia, sus consejos y su cariño.

A mis abuelas Rita y Ana Luisa y a mis abuelos Sergio y Armando por su cariño y sus consejos llenos de sabiduría.

Al Dr. José Genina Cervantes, por todos sus consejos y enseñanzas, su paciencia, su apoyo irrestricto y por su cariño.

Agradecimientos

A la Universidad Nacional Autónoma de México y a su Facultad de Derecho por todo lo que me dio durante mi paso por sus aulas.

A León Jiménez y Amílcar Peredo, así como a Basham, Ringe y Correa, S.C. por darme la oportunidad de profundizar mis conocimientos en la materia de la tesis, por sus consejos y su invaluable ayuda.

A la Lic. Fanny Pineda Gómez por su incanzable ayuda y consejo en la elaboración de este trabajo.

Al Mtro. Rafael Rocher Gómez por su amistad y apoyo a lo largo de mi carrera, por sus consejos y su paciencia.

Al Dr. Ricardo Ramírez Hernández y al Mtro. Hugo Romero Martínez por sus enseñanzas, su paciencia y apoyo.

A la Mtra. Sara Arellano Palafox por sus atenciones y su disposición como tutora del PEA.

A mis amigos Emilio Laguna, Sofía Simón, Alan Lagunes, Vicente Solares y Victor Felix por todos los momentos juntos, sus consejos, su apoyo día con día y por su inquebrantable amistad

A mis amigas de la Facultad de Derecho, Arantxa Zárate, Alondra Delgado, Araceli Bernal, Ana Victoria Álvarez y Fernanda Serrano, por todos los aprendizajes y anécdotas en la UNAM, por su amistad y por siempre estar.

A mis amigos del John H. Jackson Moot Court Competition, Ricardo Isaac Medina, Alejandro Rebollo y Pamela Hernández por todos los momentos y anécdotas, por todas sus enseñanzas y su amistad.

A Beatriz Álvarez, Héctor Morales, y Héctor Morales Jr. por su apoyo, enseñanzas y su cariño.

A Adán Hernández por sus enseñanzas de vida y su apoyo en los momentos más necesarios.

A Amaya Bernárdez por su acompañamiento a lo largo de mi vida, su sabiduría y el cariño de siempre.

A Gisela Hernández por todas sus enseñanzas jurídicas, sus consejos y su cariño.

Al Dr. Carlos Díaz de la Garza y Emiliano Amoroso por ayudarme a encontrar mi camino en el Derecho y siempre estar disponibles para mis preguntas.

A mis tíos y primos por todo su apoyo, su cariño sus consejos y su compañía.

A mi familia por su fe en mí, su gran apoyo, compañía y consejos.

A mis profesores y profesoras de la Facultad de Derecho, por su enseñanza de excelencia, sus consejos y su tiempo.

A todas las personas sin quienes este trabajo no habría sido posible culminar.

Abreviaturas

AuM: Activos bajo administración o *Assets under Management*.

FTC: Comisión Federal de Comercio o *Federal Trade Commission*.

CPEUM: Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

LFCE: Ley Federal de Competencia Económica.

TLCAN: Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

T-MEC: Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá.

COFECE: Comisión Federal de Competencia Económica.

IFT: Instituto Federal de Telecomunicaciones.

SEC: *Securities Exchange Commission* o Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos de América.

ETFs: Fondos de inversión cotizados o *Exchange Traded Funds*.

PyMes: Pequeñas y medianas empresas.

NAV: Valor neto de los activos o *Net Asset Value*.

HHI: Índice de Herfindahl Hirschman.

MHHI: Índice de Herfindahl Hirschman modificado.

Criterios: Criterios Técnicos para el Cálculo y Aplicación de un Índice Cuantitativo para Medir la Concentración de Mercado.

BlackRock: BlackRock Inc.

Vanguard: The Vanguard Group Inc.

StateStreet: StateStreet Corporation

UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities u Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Glosario mínimo

Agente económico: Toda persona física o moral, con o sin fines de lucro, dependencias y entidades de la administración pública federal, estatal o municipal, asociaciones, cámaras empresariales, agrupaciones de profesionistas, fideicomisos, o cualquier otra forma de participación en la actividad económica.¹

Bienestar social: Es la suma del excedente del consumidor y el excedente del productor. Se encuentra íntimamente relacionado con el excedente del consumidor, debido a que, en la mayoría de los casos, si el excedente del consumidor disminuye, también disminuirá el bienestar social y viceversa.²

Capitalización bursátil: Valor total de todas las acciones que una empresa tiene en el mercado de valores, o sea su valor de mercado.

Propiedad común: Situación en la que varias empresas relacionadas son propiedad de una persona u organización.

Control: Capacidad que tiene una persona física o moral de ejercer una influencia significativa en las decisiones de una persona moral. Este puede ser real si se refiere a la conducción efectiva de una empresa controladora hacia sus subsidiarias, o bien, latente cuando dicha posibilidad sea potencial por medio de medidas persuasivas que pueden darse entre las empresas, aun cuando no exista un vínculo jurídico centralizado y jerarquizado, pero si un poder real.³

Competencia: Situación de empresas que rivalizan en un mercado, ofreciendo o demandando un mismo producto o servicio.⁴

Economía del bienestar: Es un estándar económico que sirve para establecer qué tan bien se desarrolla una industria.

Eficiencia: La propiedad que tiene una asignación de recursos de maximizar el excedente total recibido por todos los miembros de la sociedad.⁵

¹ Artículo 3 fracción I, Ley Federal de Competencia Económica, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 23 de mayo del 2014.

² Ramírez Hernández, Ricardo, *op. cit.* p.23.

³ Tesis I.4º. A. J/66, Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta, Novena Época, t. XXVIII, noviembre de 2008, p. 1244.

⁴ Ramírez Hernández, Ricardo, *op. cit.* p.23.

⁵ *Ibidem*, p. 24.

Estrategia de inversión activa: Estrategia de inversión en la cual, el administrador de la inversión intenta tener mayores utilidades a las que el mercado por sí solo ofrece.

Estrategia de inversión pasiva: Estrategia de inversión en la cual, el administrador de la inversión únicamente replica los movimientos del mercado sin buscar superarlos.

Fondo de inversión: Institución cuyo objeto es invertir el capital en diversos instrumentos de inversión de acuerdo a su naturaleza y objetivos.

Indexación: Estrategia de inversión mediante la cual, los fondos de inversión replican un índice bursátil mediante la compra de canastas accionarias representativas del índice y comercializan títulos sobre dichas canastas.

Índice bursátil o índice: Medida de mercado creada para observar el comportamiento del valor accionario de un conjunto de empresas con características determinadas por el creador del índice.

Intradía: Conjunto de operaciones bursátiles que se realizan en el transcurso de un día.

Liquidez: Capacidad mediante la cual un activo se transforma en dinero efectivo.

El Derecho de la Competencia Económica: los riesgos que representan las administradoras de fondos indexados

Introducción

La presente tesis es el resultado de una inquietud que me surgió desde que cursé la materia de Derecho económico. Ello me llevó a investigar profundamente sobre el tema a lo largo de la carrera. Es importante resaltar que la mayor parte de la información la obtuve de textos y documentos en idioma inglés por lo que algunos de los casos aquí narrados, los he traducido al español, ejercicio que me ha enriquecido enormemente y que me ha permitido iniciar mi actividad laboral en un despacho corporativo reconocido en el ámbito empresarial.

Este ejercicio pretende dar una breve visión de las repercusiones que las tres grandes administradoras de fondos indexados “*Black Rock*”, “*State Street*” y “*Vanguard*”, representan para la competencia económica en el mundo y las posibles acciones regulatorias que podrían ayudar a evitar la concentración del poder corporativo de un número muy considerable de empresas en manos de las administradoras de fondos indexados, llamadas comúnmente las *Big Three* o las “*Tres grandes*”.

Las tres mayores administradoras de fondos indexados en el mundo, *Black Rock*, *State Street* y *Vanguard*, ejercen un control significativo en un número considerable de empresas con presencia a nivel mundial, lo cual tiene repercusiones en materia de competencia económica. Derivado de ello, el control ejercido se da por medio de la titularidad de un número mayoritario de acciones en un sinnúmero de empresas de distintos sectores que, bajo el velo que brinda la propiedad común, no se reporta a las autoridades de competencia del mundo, y más aún de México, como una concentración.

La consecuencia es que la presencia predominante de dichos fondos en las asambleas de accionistas de una pluralidad de empresas cree incentivos para

desviar la conducta de estas con el fin de generar mayores ganancias para sus inversionistas, cayendo en la comisión de prácticas monopólicas absolutas.

La competencia económica es una disciplina que une a dos ramas del conocimiento, la economía y el derecho. El derecho de la competencia económica regula el correcto funcionamiento de los mercados, evitando la existencia de distorsiones como los monopolios, las barreras a la competencia y demás situaciones que no permiten que el mercado se comporte de manera natural.

El marco jurídico en la materia de competencia económica, al igual que en muchas áreas del derecho, se ha visto rebasada por el vertiginoso avance que tienen algunos mercados, como el de la tecnología o el de servicios y productos financieros. En consecuencia, los espacios grises existentes en la regulación, así como la incapacidad de las autoridades de competencia en el mundo de seguirle el paso al veloz avance de dichos sectores, ha provocado que se ponga en riesgo o incluso se violenten los preceptos normativos en la materia.

En la actualidad, los instrumentos financieros comercializados en todo el mundo llamados fondos indexados, se han vuelto cada vez más populares, pues están diversificados por sí solos, lo que los ha vuelto atractivos para el público inversionista.

En el mismo sentido, las autoridades de competencia en México, en particular la *COFECE* y en el caso de los sectores de telecomunicaciones y radiodifusión el *IFT*, no cuenta con las herramientas para impedir que dicho poder se siga acumulando, debido a que el análisis de las concentraciones presenta problemas particulares para los casos de propiedad común.

El presente trabajo se integra en primer lugar por un análisis histórico comparado de la política de competencia, así como del derecho de la competencia, en segundo lugar, se aborda el tema de los fondos indexados así como sus particularidades individuales y finalmente analiza la propiedad común de las administradoras de fondos indexados, sus efectos para la competencia y algunas propuestas de regulación *ex ante* y *ex post* para prevenir y corregir esta situación en México.

Capítulo I. Antecedentes históricos

I.1 Historia de la política de competencia

Las regulaciones de competencia económica en el mundo tienen su inicio en el siglo XIX, principalmente en Estados Unidos y Europa, como resultado de malas prácticas comerciales de grandes competidores que dañaban a los pequeños competidores. Antes de la existencia de la *Ley Sherman* en Estados Unidos no existía una legislación que regulara la materia de competencia económica; sin embargo, a finales del siglo XIX, la posición dominante de varias empresas hizo necesaria la creación de una ley en la materia.⁶

A finales del siglo XIX, surge la regulación como una respuesta a los fideicomisos en Estados Unidos, que consistían en una estrategia comercial mediante la cual diversas empresas con una misma línea de negocios podían unirse para beneficio mutuo, manteniendo una independencia corporativa y sin realizar ninguna fusión o adquisición.

La estrategia constaba en que a través de un comité integrado por las máximas autoridades de distintas empresas, quienes recibían los certificados fiduciarios de participación con el fin de mantener un control en todas las empresas del fideicomiso.

En este período, los Estados Unidos pasaron por un momento de cambio gracias a la mejora de los sistemas de comunicación como el ferrocarril, el telégrafo y los servicios telefónicos, en conjunto con avances tecnológicos en áreas específicas. Por ello, el surgimiento de mercados de capitales con una mayor profundidad y especialización provocó que las empresas tuvieran una capacidad mayor para crecer a gran escala.

Además, “la liberalización de leyes estatales permitió que las empresas fueran constituidas de forma más sencilla, haciendo posible la adquisición de acciones de

⁶ Peredo Rivera, Amílcar, *Derecho de la Competencia Económica, teoría y práctica*, 2ª ed., México, Porrúa, 2004, p. 11.

otras empresas y la delegación de toma de decisiones por parte de consejos de administración”.⁷

Todo esto, unido a grandes inversiones y producciones basadas en economías de escala, es decir cuando los costos unitarios de la producción caen con la cantidad total producida y de alcance, que provoca que los costos unitarios caigan debido a que dos o más bienes se producen de forma conjunta, provocando una caída de precios importante que finalmente desembocó en una guerra de precios. Para hacer frente a esta situación, las empresas comenzaron a hacer acuerdos de precios que les permitieron mantener márgenes altos.

La organización de cárteles y fideicomisos tenía justamente ese propósito. Las empresas que desarrollaron estas estrategias fueron, principalmente, las petroleras y ferrocarrileras. Esto trajo como consecuencia la afectación no sólo de los consumidores finales, sino de los pequeños productores y pequeñas empresas que requerían acceso a insumos como la energía y los ferrocarriles que, debido a su colusión, podían mantener precios elevados.

I.2 Antecedentes del Derecho de la competencia económica en Estados Unidos de América

Los pequeños productores y empresas comenzaron a quejarse sobre las prácticas desleales de sus competidores más grandes que intentaban expulsarlos del mercado. Debido a ello, impulsaron políticamente la emisión de una ley de competencia económica que frenara estas acciones, por lo que en 1890 se promulgó la *Ley Sherman*.

La sección uno de esta regulación prohibía los contratos, combinaciones y conspiraciones que limitaran el comercio y establecía cárcel y multas para los infractores. En la sección dos se prohibían los monopolios y todos los intentos de hacer uno en cualquier parte de la industria.

⁷ Sherer, F.M. *apud* Motta, Massimo, *Política de competencia. Teoría y Práctica*, trad. de Carmen Praget, México, FCE, UNAM, COFECE y CIDE, 2018, pp.27-28.

Aunque representó un avance significativo en la regulación de la materia, la *Ley Sherman* “no tuvo una aplicación importante hasta 1897, cuando la Suprema Corte de Estados Unidos emitió una decisión referente a un fideicomiso de 18 compañías de ferrocarriles que fijaba las tarifas del transporte de mercancías (*Trans-Missouri Freight Association*)”. Tanto en este caso, como en *Addyston Pipe and Steel*, los jueces “rechazaron los argumentos que las compañías buscaban hacer valer, quienes justificaban la fijación de precios bajo el argumento de que las tarifas eran razonables y que era una manera de evitar la competencia desleal”.⁸

En este sentido, la Suprema Corte consideró que el Congreso de los Estados Unidos, intentaba prohibir los acuerdos de precios entre los competidores regla que hasta el día de hoy está vigente.

En 1911, en el caso *Dr. Miles v. Park & Sons*, la Suprema Corte aplicó *mutatis mutandis* la misma prohibición de restricciones de la *Ley Sherman*, ahora en acuerdos verticales. La Corte estableció que la imposición de una cláusula de precio de reventa por parte de un fabricante era siempre y para todos, ilegal.

Esto resulta contrario a la regla de la razón, la cual admite pruebas para convencimiento del tribunal de que la práctica no daña la competencia en el caso particular.

Probablemente, los casos más famosos en la historia de la materia son el de la *Standard Oil Company*, propiedad de John D. Rockefeller, y el de la *American Tobacco Company*.

En el caso *Standard Oil Company de New Jersey v. Estados Unidos de 1911*, se determinó que en el fideicomiso creado por Rockefeller se observaron prácticas monopólicas que favorecieron el control sobre el petróleo, por lo que fue juzgado bajo la *Ley Sherman*. El resultado fue que la Suprema Corte estableció una presunción *prima facie* de que las acciones llevadas a cabo por dicha compañía estaban encaminadas a mantener el dominio de la industria petrolera y no se habían llevado a cabo como resultado de un desarrollo industrial normal, sino mediante

⁸ *Ibidem.*, p. 30.

nuevos medios de combinación, a los que se recurrió con el fin de añadir un mayor poder del que habría surgido si se hubiera seguido el curso ordinario de los negocios; todo ello con el propósito de excluir a otros del comercio y centralizar así, en la combinación, un control perpetuo de los movimientos del petróleo y sus productos en los canales del comercio interestatal.

Por lo que, a partir de 1911 Corte de los Estados Unidos disolvió a la *Standard Oil Company New Jersey*, que en ese momento era un verdadero gigante, y el pivote fundamental del fideicomiso Rockefeller.

Otro caso relevante es el de *Estados Unidos v. American Tobacco Co.*, en el cual, cinco fabricantes de tabaco se habían fusionado, creando la *American Tobacco Company*. Así, comenzaron a comprar a pequeños competidores, controlando las acciones de otras corporaciones e incrementando su poder de mercado mediante de guerras de precios, con el fin de expulsar del mercado a otros fabricantes de tabaco. Al igual que con la *Standard Oil Company New Jersey*, este fideicomiso fue declarado ilegal y desmantelado.

Es importante destacar que la *Ley Sherman* se enfocaba en los acuerdos de fijación de precios y el reparto de mercado entre empresas independientes entre sí, así como de la monopolización por parte de empresas individuales; sin embargo, no se encargaba de las fusiones legales (aquellas que se llevaban a cabo con la intención de monopolizar el mercado). Como consecuencia de lo anterior, las empresas que deseaban manipular los precios tenían como opción fusionarse en una sola, poniéndose fuera del alcance de la *Ley Sherman*.

Por ello, en 1914 surgió la *Ley Clayton*, con el fin de ampliar la legislación de competencia y cubrir las fusiones capaces de reducir la competencia. Esta ley trajo como resultado un aumento significativo de las fusiones en Estados Unidos. Además, reguló otras prácticas como la discriminación de precios y el que las empresas competidoras tuvieran consejeros comunes.

Un aspecto destacable es que en la sección cuatro se incorporó la posibilidad de recibir indemnización de “*daños triples*”, que son daños y perjuicios que, por ley, son el triple de la cantidad que el juzgador determine que se debe. Por lo que se hizo

una costumbre que en el litigio de las demandas privadas contra los monopolios, que los demandantes exigieran siempre el triple del pago por los daños sufridos.

Ya para 1914 se crea la *Comisión Federal de Comercio (FTC)* por sus siglas en inglés), se expide la *Ley de la Comisión Federal de Comercio de Estados Unidos de América*, la cual “regula las prácticas comerciales desleales, el cumplimiento de las regulaciones de competencia, en coordinación con el Departamento de Justicia.

Posteriormente, se crearon diversas leyes que complementaban en ciertos aspectos a la *Ley Clayton*. La primera de relevancia “fue la *Ley Celler-Kefauver* de 1950, que modificó las disposiciones relacionadas con las fusiones mediante la ampliación de la prohibición de la propiedad cruzada de activos entre competidores, ya que antes de esto sólo estaban cubiertas las operaciones con acciones. De igual importancia, en 1976 surgió la *Ley Hart-Rodino*, que modificó las disposiciones respecto a las fusiones, dotando al Departamento de Justicia y a la *FTC* de revisar todas las fusiones de empresas por encima de un cierto tamaño de umbral”.⁹

A través de la jurisprudencia, se delimitó la aplicación de dichas leyes estableciendo la regla *per se* para ciertos casos y la regla de la razón para otros.

En este sentido, derivado de la influencia de la Escuela de Chicago en la manera de ver y actuar en la economía entre 1977 y 1989 aproximadamente, sus ideas también influyeron en la política de competencia de los Estados Unidos. La Escuela de Chicago “criticó el intervencionismo de las autoridades y tribunales en materia de competencia, destacando la lógica de eficiencia que estaba detrás de las restricciones verticales y de las fusiones”.¹⁰

La influencia de la Escuela de Chicago se vio reflejada en el caso *Continental TV Inc. v. GTE Sylvania*, el cual marcó un precedente de suma importancia para el desarrollo de los análisis posteriores bajo la *Ley Clayton*. En este caso, la Suprema Corte de Estados Unidos resolvió que las restricciones verticales no relacionadas

⁹ *Ibidem*, p. 34.

¹⁰ *Idem*.

con los precios no debían evaluarse bajo la regla *per se*, sino bajo la regla de la razón.

En la actualidad, la política de competencia en Estados Unidos ha variado debido a los cambios políticos que se han vivido entre una política más intervencionista y una más laxa en apoyo a la economía de libre mercado.

Un aspecto relevante para señalar en la aplicación de normas como política de competencia es, por un lado, la imposición de sanciones penales como lo es la prisión y, por otro lado, el crecimiento en el uso de programas de inmunidad a través de los cuales se otorga amnistía a los directivos que proporcionan pruebas sobre la existencia de cárteles.

I.3 Antecedentes del Derecho de competencia en la Unión Europea

Dentro de la Unión Europea, se debe señalar la existencia de dos niveles distintos de jurisdicción: el nacional y el supranacional. La primera clase de jurisdicción es tiene aplicación en el territorio de cada uno de los Estados Miembros, mientras que la segunda es aquella aplicable de manera conjunta en todo el bloque económico europeo. En gran medida, las leyes nacionales contienen las características de las leyes introducidas por el *Tratado de Roma* lo cual permite una homologación de las leyes nacionales a un estándar impuesto por el bloque.

A pesar del interesante desarrollo de la política y regulación de competencia en los diferentes derechos nacionales en Europa, para fines del presente trabajo únicamente se abordará la política y regulación de Alemania, Reino Unido y las ya extintas Comunidades Europeas, así como de la actual Unión Europea debido a la relevancia de algunos casos recientes resueltos bajo el derecho supranacional europeo.

I.3.1. Alemania

Durante el siglo XIX, en Alemania prevaleció la idea de que los carteles entre competidores eran la manera ideal de controlar la inestabilidad y evitar las guerras de precios derivadas de una fuerte competencia. De igual forma, el principio de libre

contratación fue toral en las propias leyes de competencia en Alemania; haciendo exigibles ante los tribunales los acuerdos entre competidores.

Tras la Gran Depresión de 1929, esta idea fue aún más fuerte, haciendo incluso obligatoria la creación de carteles dentro de sectores vulnerables de la economía con el fin de fijar los precios y evitar alzas de forma artificial. Esta política se incrementó durante el período de la Alemania nazi, introduciendo a las empresas al aparato de guerra y posibilitando un control férreo de precios y producción.

Finalmente, en la era de la posguerra, Alemania emitió en 1957 regulaciones en materia de competencia más apegadas a la libre competencia y creó a su autoridad de competencia llamada *Bundeskartellamt* (*Agencia Federal de Carteles*), existente hasta el día de hoy. La *Bundeskartellamt* mantiene en la actualidad un régimen estricto en la notificación de las concentraciones con el fin de evitar que existan operaciones que puedan otorgar mayor poder a ciertas empresas.

I.3.2. Reino Unido

En Reino Unido, a finales de la Segunda Guerra Mundial, específicamente en 1948, se creó la Ley de Monopolios y Prácticas Restrictivas, motivada principalmente por la creencia del impulso al pleno empleo. Sin embargo, esta ley permitía los acuerdos colusorios; siempre y cuando estos fueran registrados. Los mismos podían impugnarse en tribunales cuando se demostrara que eran contrarios al interés público. Aunado a lo anterior, la autoridad de competencia del Reino Unido no contaba con suficientes facultades sancionatorias y disuasivas contra la colusión y los monopolios.

Lo anterior cambió fuertemente tras la adopción de la Ley de Competencia de la Unión Europea en 1998, debido a que el Reino Unido debió adoptar normas de competencia homologadas por el bloque de la Unión Europea, las cuales otorgaron mayores facultades sancionatorias y disuasivas a la autoridad de competencia del Reino Unido, permitiéndole entre otras cosas realizar cateos e imponer multas que alcanzaran hasta el 10% de los ingresos anuales del infractor. De igual forma abrió la posibilidad de entablar demandas privadas entre agentes económicos.

Un aspecto interesante de la legislación en el Reino Unido es la facultad que otorga a la autoridad para intervenir de manera estructural en los mercados, lo cual es poco común en las legislaciones de competencia.

I.3.3. Comunidades Europeas

El punto de partida para la ley de competencia supranacional que regía en el bloque de las Comunidades Europeas fue la serie de medidas a favor de la competencia, adoptadas por Francia, Alemania, Italia y los países del Benelux en el *Tratado de París* de 1951, el cual creó la *Comunidad Europea del Carbón y del Acero*. Dicho tratado, establece la prohibición de los obstáculos al comercio, así como las prácticas restrictivas discriminatorias y otras capaces de generar distorsiones en la competencia entre los países firmantes, los cuales más tarde se convertirían en los miembros fundadores de la *Comunidad Económica Europea*.

La introducción de medidas de política de competencia en el *Tratado de París* atendió a dos razones:

- Disminuir el poder de Alemania mediante el acceso de otros países a insumos como el carbón y el acero eliminando las prácticas discriminatorias y garantizando la igualdad de acceso a estos recursos básicos.
- En ese momento histórico, el principio de libre competencia comenzaba a ser considerado el único camino viable para alcanzar un funcionamiento eficaz del mercado. El mayor referente fue el auge económico de Estados Unidos el éxito de la economía de los Estados Unidos fundado en la lucha contra las prácticas monopólicas.

Por lo anterior, se prefirió un modelo de libre competencia a una organización centralizada de los mercados, a pesar de que la Alta Autoridad (la cual era el órgano encargado de velar por la competencia), estaba autorizada para intervenir en caso de que surgieran desequilibrios graves en el mercado.

Algunos de los puntos clave de la ley vigente de competencia en la Unión Europea se remontan en sus elementos básicos a los artículos relativos a cuestiones de competencia dentro del *Tratado de París* de 1951. En este sentido, el capítulo IV

del tratado señala como título “*Carteles o Fusiones*” (“*Kartelle Und Zusammenschlüsse*”).

El artículo 65 de dicho capítulo prohíbe acuerdos y prácticas concertados entre empresas o asociaciones de empresas tendientes, directa o indirectamente, a impedir, restringir o distorsionar la competencia normal en el mercado comunitario. El artículo 65 del *Tratado de París* de 1951 fue el modelo en el cual se basa el actual artículo 81 del *Tratado de Roma*, que originalmente tenía numeración 86, fue modificado por el *Tratado de Ámsterdam* de 1999.

En este sentido, la aplicación del artículo 81 del *Tratado de Roma* establece la existencia de un comportamiento tendiente a la colusión; sin embargo, en la práctica judicial, tanto de los tribunales domésticos de la Unión Europea como del *Tribunal Superior de Justicia* no se ha podido conceptualizar y delimitar las acciones que conllevan colusión.

Igualmente, el artículo 67 del mismo tratado, se ocupa del abuso de la posición dominante de las empresas por ser esto contrario al Tratado, “correspondiendo en la actualidad por ende es el que le corresponde más estrechamente al artículo 102 del *Tratado de Roma*. El artículo 66 también se ocupa de las concentraciones entre empresas de la industria del carbón y el acero”.¹¹

Las fusiones sólo lo podían llevarse a cabo con el visto bueno de la autoridad, quien las autorizaba siempre y cuando no daba a la nueva entidad el poder de controlar los precios, restringir la producción y la distribución, la distorsión del comercio entre los estados miembros y mucho menos la creación de una posición privilegiada en los mercados.

Cabe aclarar que el *Tratado de Roma* no consideró a las fusiones, como objeto fundamental de la política europea de competencia, y no fue sino hasta 1989, con la adopción del *Reglamento de Concentraciones* cuando se hicieron patentes las diferencias entre países con respecto a la competencia y la política industrial.

¹¹ Ibidem. p. 40.

El *Tratado de la Comunidad Europea* regula cuestiones de competencia en los artículos 101 a 109. Sin embargo, la lógica de la libre competencia se estipula en el artículo 1g, el cual exige la institución de que un régimen garantice que la competencia en el mercado interno no sea distorsionada. Más aún, uno de los principios por los cuales se adoptaron normas de competencia en el *Tratado de París* fue el de evitar la discriminación por motivos nacionales; criterio que trasciende hasta el día de hoy incluso en tratados de libre comercio.

El artículo 12 confirma que este también es uno de los principios pilares del *Tratado de la Comunidad Europea* y que tiene aplicaciones más allá de las normas de competencia, como lo es el respeto a los principios de no discriminación por motivos nacionales.

Lo anterior explica, en particular, la firme posición adoptada por la *Comisión Europea* y confirmada por el *Tribunal de Justicia de la Unión Europea* en varias ocasiones, con respecto a la discriminación en precios entre países miembros. En este sentido, la Comisión rechaza a las empresas que tienen por objeto segmentar los mercados a través de fronteras nacionales y en cambio, dentro de la comunidad, estaban prohibidas algunas prácticas como por ejemplo la proscripción de las importaciones paralelas.

En la actualidad, los principales objetivos de la política de competencia en la *Comunidad Europea* son la eficiencia económica y la integración del mercado europeo. De igual manera, toma también en cuenta razones sociales. En este sentido, la *Comisión Europea* concede exenciones a las regulaciones de competencia en favor de los cárteles de crisis con el fin de reducir los costos sociales del desempleo originados por una incipiente producción.

Derivado de lo anterior, es claro que las consideraciones sociopolíticas influyen en la forma en que se implementa la política de competencia, ya que se puede sacrificar la competencia en momentos en que los costos sociales de la misma pudieran ser demasiado altos. Esto se debe a que diversas empresas podrían quebrar al existir condiciones de exceso de producción y bajo consumo, derivando en desempleo o bien, si reestructurar la industria fuera beneficioso a largo plazo, el

proceso podría generar altos costos en el corto plazo, por lo que quizá las cuestiones sociales y políticas llevarían a evitar la reestructuración.

Una decisión que muestra que la *Comisión Europea* considera argumentos distintos de la eficiencia económica en sus decisiones sobre los acuerdos horizontales es la de *Ford/Volkswagen*, en la que la Comisión señaló que “*tomó en cuenta como un elemento importante la creación de empleos en Portugal, así como la integración de dicho país al bloque*”,¹² lo cual también es un objetivo base del tratado.

De igual forma, en el caso *Nestlé-Perrier*, el *Tribunal de Primera Instancia* decidió que, aunque el *Reglamento de Concentraciones* principalmente se ocupa de cuestiones de competencia, esto no impide que la Comisión Europea considere los efectos de una concentración, si estos afectan el nivel o las condiciones de empleo.

Otro elemento que afecta a la política de competencia dentro del bloque de la Unión Europea es la importancia que la *Comisión Europea* da a las pequeñas y medianas empresas (PyMes). Lo anterior debido a que dichas empresas reciben un trato favorable por parte de la Comisión, ya que alienta el apoyo brindado a las PyMes en forma de préstamos subvencionados, apoyo a investigación y desarrollo, garantías financieras, entre otros.

De igual manera, el *Tribunal de Justicia de la Unión Europea* ha adoptado la doctrina de “*minimis*” (o menor importancia) que establece que la regulación vigente no es aplicable cuando el resultado de un acuerdo entre empresas en el comercio intracomunitario o en la propia competencia, no se pueden apreciar. Debido a esto, es ineficiente que la *Comisión Europea* gaste recursos en casos con criterio de *minimis*, para lo cual se rige por dos criterios, el de cuota de mercado y el de tamaño de la empresa.

Referente a la cuota de mercado existen dos umbrales; uno de 10% para un acuerdo entre competidores, y uno de 15% para un acuerdo entre empresas que no sean competidoras reales o potenciales en alguno de los mercados relevantes.

¹² Decisión de la Comisión Europea, *Ford/Volkswagen*, Official Journal of the European Communities, 1993, L20/14, § 36.

Sin embargo, si los acuerdos horizontales implican fijación de precios, restricciones a la producción, reparto de mercados o uso compartido de fuentes de abastecimiento y de igual forma, si los acuerdos verticales implican la imposición del precio de reventa o protección territorial, el mencionado artículo tendrá plena aplicación. El segundo criterio hace referencia al caso en que se rebasen los umbrales descritos anteriormente, la *Comisión Europea* no aplicará el artículo en comento cuando se trate de acuerdos entre las PyMes, ya que rara vez son capaces de afectar la competencia y el comercio dentro del mercado común europeo. Las únicas excepciones son los acuerdos que podrían tener como resultado la obstaculización significativa de la competencia en una parte sustancial del mercado relevante, o que restrinjan la competencia por el efecto acumulativo de redes paralelas de acuerdos similares entre varios productores o distribuidores.

I.4 El Derecho de la Competencia en México

El desarrollo de las normas en materia de competencia económica en México es relativamente nuevo. Lo anterior debido a los diversos cambios en las circunstancias y modelos económicos que se dieron en el país que de manera general no favorecieron una libre competencia de los mercados hasta el período del neoliberalismo económico. Por ello, se hará un breve recorrido en la historia y evolución económica del país dentro del período que va de 1935 a 1994.

El análisis comienza en 1935, debido a que en dicho período en México se desarrolla un crecimiento económico que definió el modelo económico de los siguientes años y que precede a los acontecimientos que han llevado al modelo económico actual.

Con el proceso constitucionalista de 1917 en México se dieron los más importantes cambios institucionales de esas décadas; como por ejemplo la orientación del gasto público para el desarrollo económico y social, la creación del sistema financiero, la fundación del Banco de México, Nacional Financiera, Comisión Federal de Electricidad, Petróleos Mexicanos, etcétera.

De lo anterior, podemos observar una tendencia hacia un Estado intervencionista en la industria y de la nacionalización de sectores clave para la economía como el

petróleo y la electricidad. Esto claramente no obedece a los cánones de una economía de libre mercado, ya que existían diversas distorsiones por la excesiva participación del Estado en la economía. Entre estas distorsiones podemos encontrar la falta de una competencia real en el mercado, al existir diversos subsidios y apoyos estatales que hacían que las empresas mexicanas no fueran competitivas con el exterior.

En materia jurídica, se expidieron la Ley Federal del Trabajo, la Ley de la Reforma Agraria, se crean instituciones de seguridad social como el Instituto Mexicano del Seguro Social, el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales para los Trabajadores del Estado se crean mecanismo para el apoyo a la vivienda de los trabajadores como e Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores y en materia de la administración pública, se expide la Ley de Secretarías y Departamentos de Estado la cual organizó a la administración pública federal, entre otras muchas otras regulaciones.

Durante este período se dieron dos fases relevantes, la primera, de desarrollo con inflación, en principio “con aumento de precios de 10% anual e inestabilidad cambiaria; y la siguiente, de desarrollo con estabilidad, en que los precios aumentaron al 3.9% anual, caracterizada por la estabilidad cambiaria y el auge financiero”¹³ llamado también desarrollo estabilizador o milagro mexicano. Durante dicho período histórico, se realizaron los cambios institucionales que sentaron las bases jurídico-económicas con las cuales se logró un desarrollo con estabilidad.

Para 1970 se establece el modelo de sustitución de importaciones para el fomento de la industria nacional a través de la protección a la industria mediante estímulos fiscales y la creación de reservas de divisas suficientes para el comercio internacional teniendo como resultado variables macroeconómicas estables y un crecimiento sostenido, lo que permitió el crecimiento de la industria local y la clase media en zonas urbanas.

¹³ Solís M., L. (1969). *La evolución económica de México a partir de la Revolución de 1910*. Estudios Demográficos y Urbanos, 3(01), 1-24. doi:<http://dx.doi.org/10.24201/edu.v3i01.99> p. 16.

No obstante, para mediados de los años 1970, la expansión económica fue reduciéndose, debido al desarrollo tecnológico que se estaba dando en el mundo, al encarecimiento de la tecnología, lo que obligó a utilizar el gasto público como promotor del crecimiento económico.

Esto tuvo efectos dañinos en la competitividad de las empresas, debido a que al ser el gasto público el promotor del crecimiento económico, las empresas tenían una baja competencia entre ellas y no contaban con niveles de eficiencia reales.

En este tenor, la falta de competencia externa “impidió que las empresas internas operaran con una mayor eficiencia, en términos de mejoramiento de la productividad, disminución de costos y elevación de la calidad del producto terminado”.¹⁴

Posteriormente, en 1982 el entonces presidente José López Portillo, se vio obligado a declarar una moratoria en el pago del servicio de la deuda externa. Con este hecho se puede considerar finalizada la etapa de expansión económica y, simultáneamente, el comienzo de la época de desregulación de la economía y de lo que hoy conocemos como neoliberalismo.

El cambio de modelo económico trajo aparejado el surgimiento de nuestro actual derecho de la competencia económica, que a pesar de tener sus orígenes mucho antes de este cambio, se podría considerar letra muerta hasta este período.

El Derecho de la competencia económica en México ha tenido una larga evolución a lo largo de décadas enteras y de cambios políticos y económicos importantes. Lo anterior ha marcado fuertemente las legislaciones vigentes en diversos periodos, así como la postura gubernamental hacia la competencia y su uso como una herramienta de política pública. En este sentido, el derecho de la competencia económica encuentra su fuente al más alto nivel normativo dentro del ordenamiento jurídico mexicano, por lo cual su análisis debe comenzar desde la *Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos* (en adelante *CPEUM*).

¹⁴ De la Rosa Mendoza, Juan Ramiro *et al.* *La Sustitución De Importaciones, La Apertura Comercial Y El Desarrollo De La Economía Mexicana*. Reimpresión, Ciudad de México: Bancomext, 2016. p. 44.

I.4.1 Artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos

El antecedente más cercano a nuestro actual artículo 28 es el mismo artículo en la constitución de 1857, el cual regulaba los monopolios. Este se encargaba de prohibir los monopolios y los estancos, exceptuando de dicha prohibición a las actividades de acuñación de moneda, correos y los derechos de explotación otorgados por ley a los inventores.

El artículo 28 ha sido objeto de diversas reformas a lo largo de nuestra historia, empezando por la del 17 de noviembre de 1982, que trajo consigo la nacionalización de la banca. Dichas reformas “se hicieron como resultado de cuestiones políticas más que económicas y no por el interés en esta materia”.¹⁵ Difícilmente las leyes derivadas de este artículo podrían considerarse un cimiento para nuestra actual *Ley Federal de Competencia Económica*. Por ello, previo a la entrada en vigor de la mencionada ley, “en nuestro país, la materia de competencia económica se encontraba en el abandono y olvido, siendo las disposiciones en la materia casi letra muerta”.¹⁶

A pesar de lo anterior, debemos evaluar las diversas reformas efectuadas, empezando con la de 1982. Dicha reforma se dio de manera posterior al anuncio de nacionalización de la banca emitido por el presidente José López Portillo; quien, atendiendo a circunstancias políticas, emitió dos decretos por los cuales se nacionalizó la banca privada y se estableció un control generalizado de cambios. Tras la emisión de dichos decretos, se reformó el artículo 28 de la CPEUM, estableciendo un monopolio estatal en el servicio de banca.

Posteriormente, durante el mandato del Miguel de la Madrid Hurtado, se reformó íntegramente el artículo 28 constitucional, modificando su redacción y adicionando conceptos como el de práctica monopólica. Igualmente, como resultado del avance tecnológico y científico a nivel mundial, se agregó que no constituía monopolio la comunicación vía satélite debido a que se consideraba un área estratégica del Estado, asimismo, el petróleo y demás hidrocarburos, la petroquímica básica, los

¹⁵ Peredo Rivera, Amílcar, *op. cit.*, p. 13.

¹⁶ *Idem.*

minerales radioactivos, la generación de energía nuclear, la electricidad, los ferrocarriles entre otras.

Posteriormente, con el fin de que el Estado con los organismos y empresas que requiriera para el eficaz manejo de las áreas estratégicas a su cargo. Se abrió la posibilidad de que el Estado pudiera concesionar a los particulares la prestación de algún servicio público, la explotación, uso o aprovechamiento de bienes del dominio público y la posibilidad, de que otorgue subsidios a actividades prioritarias, cuando éstas sean generales y no afecten de manera sustancial las finanzas del Estado.

El 27 de junio de 1990, se publicó otra reforma al artículo 28 constitucional, bajo la administración del presidente Carlos Salinas de Gortari, que consistió en la derogación del párrafo quinto del texto vigente, eliminando como actividad estratégica del Estado, el servicio de banca y crédito, para 1993, el artículo 28 constitucional le otorga al Banco de México la calidad de órgano constitucional autónomo, con lo que se le otorgó plena autonomía.

Las dos reformas, tanto la de 1990 como la de 1993, son las más trascendentales que nuestra economía ha tenido; sin embargo, no son precisamente en materia de competencia económica. En 1995, con el presidente Ernesto Zedillo Ponce de León el artículo 28 sufrió otra reforma con la que se pueden otorgar concesiones y estimular a participación privada y social, en las áreas de los transportes ferroviarios y de las comunicaciones vía satélite, pero, sin que el Estado renuncie a la rectoría de esas áreas estratégicas.

Cabe señalar que, durante dicho período, México adoptó un modelo económico que se acercaba mucho más al libre mercado, contrario a lo que históricamente se había desarrollado como un modelo marcado por una fuerte intervención del Estado en la economía, lo que había llevado a tener facultades de intervención en el comercio y en los precios, así como la propiedad o participación de un número muy significativo de empresas. En este sentido, el presidente Carlos Salinas de Gortari firmó en 1992 el *Tratado de Libre Comercio de América del Norte* (en adelante, *TLCAN*), el cuál entró en vigor el primero de enero de 1994. Esto dio a México “la oportunidad de que cada vez un mayor número de empresas iniciara operaciones en el país,

provocando un cambio en las transacciones tradicionales y la lógica fundamental de los movimientos de bienes, servicios y capital".¹⁷

El hecho de la apertura no sólo modificó la concepción típica de las operaciones económicas, sino que dio origen al nuevo marco normativo.

Por lo que con la entrada en vigor del *TLCAN* surgieron nuevas obligaciones para el Estado mexicano, entre las cuales se encontraba el desarrollo de una legislación de competencia acorde a los criterios de una economía liberalizada.

México cumplió lo acordado y comenzó un proceso de creación normativa en las materias marcadas por el *TLCAN*, entre ellas, la reforma al artículo 28 constitucional de 1993 y la elaboración de una nueva legislación de competencia económica.

Finalmente, en 2013, durante el sexenio del presidente Enrique Peña Nieto, se volvió a modificar el artículo 28, agregándose dos órganos constitucionales autónomos relevantes para la materia de la competencia económica: la *Comisión Federal de Competencia Económica* y el *Instituto Federal de Telecomunicaciones*.

Conforme al texto constitucional, la *Comisión Federal de Competencia Económica* se encargará de la prevención, investigación y combate a las prácticas que impidan el funcionamiento eficiente del mercado. El *Instituto Federal de Telecomunicaciones* se encarga del otorgamiento de concesiones dentro del ámbito de las telecomunicaciones y radiodifusión. Además, regula la competencia económica dentro del mercado de las telecomunicaciones.

I.4.2. La Ley Federal de Competencia Económica

La política de competencia en México tiene como objetivo la maximización del *bienestar social*, poniendo especial énfasis en el bienestar del consumidor.¹⁸ Por lo tanto, dentro de la *Ley Federal de Competencia Económica* (en adelante, *LFCE*). Se observan los principios que ponen énfasis en el bienestar del consumidor.

¹⁷ Martínez Castillo, Carlos, De la Fuente Rodríguez, Jesús, *El impacto de la globalización en la regulación financiera en México*, México, Editorial Porrúa, 2004, p. 67.

¹⁸ Mendoza Bremauntz, Emma *et al.*, *Enciclopedia Jurídica de la Facultad de Derecho de la UNAM, Tomo XI, Derecho Económico*, Ciudad de México, UNAM-Editorial Porrúa, 2018, pp. 422-423.

Con lo anterior en mente, la reforma constitucional del año 2013 trajo consigo modificaciones en 2014 a la legislación secundaria reglamentaria de dicho artículo, en este caso, a la *Ley Federal de Competencia Económica*. La *LFCE* reorganizó la estructura de los órganos reguladores de la materia y los dotó de una nueva naturaleza jurídica con el fin de que alcanzaran plena autonomía del Ejecutivo Federal y que contaran con un órgano cada uno, con autonomía técnica, separados del Pleno de dichos organismos.

La reforma de 2014 dotó de nuevas facultades a los órganos reguladores de competencia y buscó dar seguridad a los agentes económicos de los diversos mercados, estableciendo claridad en las reglas de competencia.

Con respecto a los agentes económicos, el Semanario Judicial de la federación y su gaceta han considerado que:

En primer lugar, para que una entidad de la administración pública de cualquier nivel de gobierno sea considerada agente económico, es necesario que participe directamente en la actividad económica (como, por ejemplo, por medio de empresas productivas del Estado, como son Petróleos Mexicanos y la Comisión Federal de Electricidad)

En segundo lugar, para que un agente económico sea considerado como tal, su actividad necesariamente debe trascender a la actividad económica del Estado, esto es, sus ganancias comerciales deben repercutir en el proceso de competencia y libre concurrencia mercantil.

Otro aspecto importante para tener en cuenta es la existencia de los grupos de interés económico. Para tal efecto se debe aclarar que estos no se encuentran definidos ni en la *Ley Federal de Competencia Económica* ni en sus disposiciones regulatorias. Sin embargo, los tribunales federales en su tesis jurisprudencial I.4o.A. J/66 definen a los grupos de interés económico y especifican los tipos de control como elemento integral de los mismos.

Con lo anterior en mente, las conductas específicas que sanciona la *Ley Federal de Competencia Económica* son las prácticas monopólicas absolutas o cárteles, las prácticas monopólicas relativas y regula las concentraciones (ya que éstas se

sancionan sólo cuando son ilícitas o se omitió su notificación). Al respecto, las conductas que son más relevantes para nuestro análisis son las prácticas monopólicas absolutas y las concentraciones.

Las autoridades de competencia en México cuentan con dos clases de herramientas, las *ex post* o correctivas y las *ex ante* o preventivas. Las prácticas monopólicas son sancionadas por una política de competencia *ex post*, esto es, se investigan y sancionan después de que se llevaron a cabo. Por otro lado, las herramientas *ex ante*, se desarrollan de manera anterior a que se lleve a cabo una práctica anticompetitiva.

I.4.2.1 Prácticas Monopólicas Absolutas

Una de las prácticas que prohíbe nuestra *Ley Federal de Competencia Económica* son las prácticas monopólicas absolutas, también conocidas como cárteles, ya que impiden alcanzar el objetivo fundamental, que es el del bienestar social, mediante una competencia “perfecta” que garantice al consumidor un precio justo de mercado y la disponibilidad oportuna y precisa de los bienes o servicios que demanden los agentes económicos.

Un mercado perfecto como el anterior constituye un ideal de la teoría económica y es el *deber ser* al cual apunta la legislación de competencia. En este sentido, “los monopolios y otras desviaciones del mercado son considerados fallas de mercado dentro de la teoría de competencia perfecta y la mano invisible de Adam Smith”¹⁹, lo cual tiene como consecuencia un incorrecto funcionamiento de los mercados.

Como se mencionó, la ley en cuestión intenta evitar que dichas fallas de mercado ocurran, limitando la acción de los agentes económicos dentro de criterios tendientes a propiciar la competencia perfecta. El artículo 53 de la *Ley Federal de Competencia Económica* vigente, prohíbe las prácticas monopólicas absolutas, estableciendo lo siguiente:

¹⁹ Samuelson, Paul A, William D. Nordhaus, *Macroeconomía con aplicaciones*, 19ª ed., España, McGraw-Hill, 2019, p. 29.

Artículo 53. *Se consideran ilícitas las prácticas monopólicas absolutas, consistentes en los contratos, convenios, arreglos o combinaciones entre Agentes Económicos competidores entre sí, cuyo objeto o efecto sea cualquiera de las siguientes:*

- I) Fijar, elevar, concertar o manipular el precio de venta o compra de bienes o servicios al que son ofrecidos o demandados en los mercados.*
- II) Establecer la obligación de no producir, procesar, distribuir, comercializar o adquirir sino solamente una cantidad restringida o limitada de bienes o la prestación o transacción de un número, volumen o frecuencia restringidos o limitados de servicios.*
- III) Dividir, distribuir, asignar o imponer porciones o segmentos de un mercado actual o potencial de bienes y servicios, mediante clientela, proveedores, tiempos o espacios determinados o determinables.*
- IV) Establecer, concertar o coordinar posturas o la abstención en las licitaciones, concursos, subastas o almonedas.*
- V) Intercambiar información con alguno de los objetos o efectos a que se refieren las anteriores fracciones.*

Las prácticas monopólicas absolutas serán nulas de pleno derecho y, en consecuencia, no producirán efecto jurídico alguno y los Agentes Económicos que incurran en ellas se harán acreedores a las sanciones establecidas en esta Ley, sin perjuicio de la responsabilidad civil y penal que, en su caso, pudiere resultar.²⁰

Como se observa, el artículo anterior regula un subtipo de prácticas monopólicas, específicamente las absolutas, que consisten en acuerdos colusorios entre competidores (también conocidos como acuerdos horizontales).

La colusión es “la situación en la cual dos o más empresas competidoras fijan conjuntamente los precios o los niveles de producción, se reparten el mercado o

²⁰ Ley Federal de Competencia Económica, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 23 de mayo de 2014, art. 53.

toman otras decisiones conjuntamente”.²¹ Como se mencionó anteriormente, el ejemplo paradigmático de esto son los cárteles o *trusts*, en los cuales “organizaciones de empresas independientes que producen bienes similares trabajan conjuntamente para elevar los precios”²² y obtener un mayor beneficio económico a costa del daño producido a los consumidores.

Los acuerdos colusorios pueden darse de diferentes formas según el artículo 53 de la LFCE. Como afirma Massimo Motta, “las empresas pueden ponerse de acuerdo sobre los precios de venta, asignarse cuotas entre ellas, dividir o segmentar los mercados a cambio de ser el único vendedor en otros, o coordinar los comportamientos conforme a su criterio”.

Dichos acuerdos pueden ir “desde una estructura de cártel bien organizada, en la que una oficina central usualmente secreta, toma las principales decisiones, hasta situaciones en que las empresas encuentran alguna forma de comunicación con el fin de mantener el acuerdo. Dichos acuerdos permiten a las empresas ejercer poder de mercado que de otra manera no tendrían, limitando artificialmente la competencia y aumentando los precios, lo cual reduce el bienestar”.²³

Como se aprecia en el artículo 53, las características de las prácticas monopólicas absolutas (o acuerdos horizontales) son:

- a. Siempre serán ilícitas.
- b. Siempre las llevan a cabo los agentes económicos competidores entre sí.
- c. Su objeto o efecto es disminuir o evitar la competencia entre ellos para elevar el precio de venta o compra de los bienes y servicios que estén en el mercado.
- d. Siempre serán nulas de pleno derecho y no producen efectos jurídicos.

Como se aprecia en el artículo 53, las prácticas monopólicas absolutas tienen dos características importantes, “siempre serán ilegales independientemente de cualquier justificación que fuera argumentada o del poder de mercado de los

²¹ Mendoza Bremauntz, Emma, *op. cit.*, p. 171.

²² *Idem.*

²³ *Idem.*

agentes económicos involucrados, por lo que hay una presunción *juris et de jure* (“*de pleno y absoluto Derecho*”) de su ilegalidad y, en segundo lugar, se efectúan entre agentes competidores”.²⁴

Lo anterior aunado a que dichas prácticas son nulas de pleno derecho y no producen efectos jurídicos, por lo que “se asemejan a las prácticas *per se*, contempladas en el derecho norteamericano”.²⁵

Estas prácticas son de especial relevancia para el legislador, ya que establece un estándar rígido de ilegalidad. Al contrario, para el caso de las prácticas monopólicas relativas el legislador mexicano se guía por la regla de razón (proveniente del derecho norteamericano), la cual permite que los agentes económicos prueben que dichas prácticas generan ganancias en eficiencia con el fin de que la autoridad las considere legales.

Es importante mencionar que la responsabilidad surgida por la comisión de una práctica monopólica absoluta no sólo atañe a empresas como agentes económicos; sino que se extiende a los participantes directos, sean personas físicas o morales, ya que como señala la jurisprudencia en el rubro “*LITISCONSORCIO PASIVO NECESARIO. NO SE ACTUALIZA CUANDO, CONFORME A SU GRADO DE PARTICIPACIÓN, SE SANCIONA A DIVERSAS PERSONAS POR LA COMISIÓN DE UNA PRÁCTICA MONOPÓLICA ABSOLUTA*”, se consideran responsables por la realización de una práctica monopólica absoluta, tanto los agentes económicos que incurren directamente en su realización, como la persona física o moral que coadyuve, propicie, induzca o participe en esa conducta ilegal.²⁶

Ahora bien, dentro del artículo 53 de la *Ley Federal de Competencia Económica* encontramos la prohibición de los acuerdos, sean estos en forma de contratos, convenios, arreglos o combinaciones que tengan por objeto o efecto:

- 1) La fijación de precios.

²⁴ Peredo Rivera, Amílcar, *op. cit.*, p. 93.

²⁵ Peredo Rivera, Amílcar, *op. cit.*, p. 93.

²⁶ Tesis *I.2o.A.E. J/2*, Décima Época. Tribunales Colegiados de Circuito. Gaceta del Semanario Judicial de la Federación, Libro 40, marzo de 2017, Tomo IV, Pág. 2379.

- II) Restringir la oferta.
- III) La segmentación de mercados.
- IV) La coordinación de posturas en licitaciones públicas.
- V) El intercambio de información con cualquiera de los objetos o efectos señalados anteriormente.

Por tanto, debemos evaluar tres elementos característicos de las prácticas monopólicas absolutas sin las cuales no pueden considerarse como tal, por lo tanto, requieren que exista un acuerdo, que el acuerdo se celebre entre agentes económicos competidores y que tengan como objeto o efecto fijar precios, restringir la oferta, segmentar mercados, coordinar posturas en licitaciones o intercambiar información con cualquiera de los objetos o efectos anteriores.

En lo concerniente al primer elemento, ha habido una evolución importante en lo concerniente a la forma en que se celebra el acuerdo entre competidores ya que estos pueden ser expresos o tácitos; en este sentido, tenemos como ejemplo la aplicación del derecho de competencia en Estados Unidos. Al respecto, en ese país es poco común encontrar acuerdos expresos; sin embargo, en diversos casos como *Estados Unidos v. Socony-Vacuum Oil Co. Inc.*, y *Estados Unidos v. Trenton Potteries Co.*, ni siquiera se entró a la discusión de la existencia o inexistencia de un acuerdo, al ser obvia su existencia.

En el caso de los acuerdos tácitos, se debe inferir la existencia del acuerdo. Como ejemplo de derecho comparado podemos tomar el caso de la *American Tobacco Co. v. Estados Unidos*, en el cual, la Suprema Corte de Estados Unidos señaló que “en los casos en que las circunstancias sean tales, que garanticen al jurado haber encontrado que los acusados tenían un fin o un entendimiento común con el fin de alcanzar un acuerdo ilegal, la conclusión de que dicho acuerdo ha sido alcanzado es justificada”.²⁷

Otro caso interesante es el de *Monsanto Co. v. Spray-Rite Service Corp.*, la Suprema Corte de Estados Unidos señaló que “era de importancia diferenciar entre una actividad realizada de forma independiente a una realizada de manera

²⁷ Peredo Rivera, Amílcar, *op. cit.*, p. 110.

*concertada, por lo que la evidencia para demostrar un acuerdo deberá acreditar que existe un compromiso consciente, encaminado a lograr un fin común e ilegal”.*²⁸

En México, en el caso de la aplicación del artículo 53 de la *Ley Federal de Competencia Económica*, probar la existencia de un acuerdo se ha vuelto complicado, ya que estos han evolucionado y han incrementado su complejidad y secrecía. En este sentido, los tribunales mexicanos han señalado que debido a la oscuridad en que se presentan dichas prácticas, la demostración de su existencia constituye una tarea de difícil concreción, pues quien la realiza procura ocultar su conducta y evita dejar evidencia o vestigio que la demuestre; por tanto, es válido que la *Comisión Federal de Competencia* acuda de manera primordial a la integración de pruebas indirectas o circunstanciales, para tener por demostradas esas prácticas, probanzas que, adminiculadas, pueden conducir al acreditamiento del acto sancionado por la ley.

En este contexto, la *Comisión Federal de Competencia Económica* ha resuelto casos con base en pruebas indirectas que llevan a acreditar la existencia de un acuerdo. Por ejemplo, en el expediente IO-006-2016 relativo a la investigación por prácticas monopólicas absolutas en el mercado de intermediación de valores emitidos por el gobierno mexicano, el Pleno de dicho órgano determinó la existencia de acuerdos colusorios, a través de la identificación de conversaciones electrónicas sostenidas en el chat de *Bloomberg* (plataforma utilizada para hacer intermediación de valores entre operadores de mercado de diversas instituciones de crédito), destacando *Bank of America, Banamex, Barclays, Bancomer, J.P. Morgan, Santander y Deutsche Bank*.

El segundo elemento señala que el acuerdo debe ser celebrado entre competidores, esto es, entre agentes económicos que se encuentren en un mismo nivel de mercado, por lo tanto, puede decirse que dichos acuerdos son horizontales.

²⁸ *Idem.*

El tercer elemento es que tenga el objeto o efecto la fijación de precios, la restricción del abasto, segmentar mercados, coordinar posturas en licitaciones, o intercambiar información con cualquiera de los objetos o efectos señalados.

En este sentido, la existencia de un acuerdo entre competidores con un objeto quiere decir que éste tenga la finalidad de llevar a cabo dichas prácticas anticompetitivas. A *contrario sensu*, aunque el acuerdo no tenga la finalidad de llevar a cabo una práctica anticompetitiva, el resultado es que dichas prácticas se consumaron con efectos en el mercado.

Las prácticas monopólicas absolutas que señala el artículo 53 de manera específica deben ser analizadas de manera individual. En este sentido, la primera de ellas es fijar precios mediante el acuerdo entre agentes económicos competidores para establecer un mismo precio para un bien o servicio ofertado.

En segundo lugar, la restricción de la oferta se lleva a cabo mediante un acuerdo entre competidores para determinar la cantidad de bienes o servicios ofertados en el mercado para generar precios más altos debido a la menor oferta.

En tercer lugar, segmentar el mercado significa dividir el mercado en una especie de pequeños territorios que impiden la competencia, afectando los precios, la calidad del servicio y la disponibilidad, siendo esta una de las prácticas más perjudiciales.

En cuarto lugar, encontramos la coordinación de posturas en licitaciones. En esta conducta, los competidores se reparten entre ellos las licitaciones públicas para evitar la competencia entre ellos, o bien, acordando los precios que cada uno va a ofertar a fin de determinar de antemano quien será el ganador, esta práctica es consecutiva a fin de que, en cierto lapso, cada uno pueda ser beneficiado y así todos ganen.

Finalmente, en quinto lugar, encontramos la conducta del intercambio de información entre competidores con el propósito de fijar precios, restringir la oferta, segmentar mercados o coordinar posturas en licitaciones. Cabe señalar que el objeto se refiere a la finalidad y el efecto al resultado o consecuencia de la conducta, la cual puede o no tener dicho objeto, pero si el efecto anticompetitivo.

El intercambio de información es un punto sumamente relevante para el análisis que se hace en el presente trabajo sobre la colusión, debido a que éste “puede eliminar la incertidumbre generada por la competencia y con ello disminuir los incentivos para competir”.²⁹ Lo anterior, “al facilitar la coordinación, el monitoreo del comportamiento de los agentes económicos que se coluden y mejorar la capacidad de vigilancia y sanción cuando algún agente económico se desvía de este tipo de acuerdos”.³⁰

Asociado con lo anterior, existen ciertos elementos que facilitan las prácticas colusorias, entre los cuales destacan los factores estructurales como la concentración de un mercado, la propiedad cruzada y otros vínculos entre competidores, la facilidad del intercambio de información y la interdependencia entre competidores. Al respecto, la concentración de un mercado puede ser un elemento que facilite la colusión, debido a que la colusión es más factible cuanto menor sea el número de empresas haya en la industria. En este sentido, si las empresas tienen una influencia similar en el mercado, así como un poder de mercado semejante y existe mayor concentración en el mercado, hay mayor probabilidad de colusión.

De igual forma, otro elemento que facilita la colusión es la propiedad cruzada y otros vínculos entre competidores, al respecto, “si una empresa tiene participación en un competidor, incluso cuando no se tenga control sobre éste, se refuerza el alcance de la colusión. Si el representante de una empresa tiene un lugar en el consejo de administración de una empresa rival, se volverá más fácil intercambiar información, coordinar las políticas de comercialización, y fijación de precios, así como la vigilancia del comportamiento de una empresa rival”.³¹

Del mismo modo, el intercambio de información y la colusión podría facilitarse por la existencia de efectos de directorio o directorios cruzados. Sus efectos se refieren a “situaciones en las que dos o más empresas comparten o tienen en común uno o

²⁹ Comisión Federal de Competencia Económica. Guía para el intercambio de información entre agentes económicos emitida mediante acuerdo el 12/11/2020. p. 7.

³⁰ *Idem.*

³¹ Motta, Massimo, *op. cit.*, p. 185.

más miembros en sus consejos, así como en las que dos o más empresas están vinculadas a través de personas que se relacionan a través de una fuente común o se sientan juntos en consejo de una tercera empresa”. Estos efectos, “generan incentivos a la colaboración cuando las empresas que comparten miembros en sus consejos son competidores en un mercado”. Aunado a esto, “la presencia de miembros comunes en los consejos de dos o más empresas facilita el intercambio de información y comportamientos paralelos”.³²

Al respecto, incluso si una empresa no tuviera nada que ver en la política de otra, sino que únicamente fuera dueña de una parte de ella, sin contar con representación en el consejo de administración, los incentivos para competir en el mercado podrían reducirse. Esto se debe a que los beneficios de la empresa rival podrían tener afectaciones en el desempeño financiero de la empresa. Por lo anterior, se debe evitar que una empresa rival tenga una participación minoritaria y aún más, control sobre otra.

El intercambio de información puede traer como consecuencia una colusión, sea esta tácita o explícita, cuando la información de que se trate pueda tener consecuencias que lleven a uno o varios competidores a llevar a cabo conductas con los efectos anticompetitivos señalados en el artículo 53. Asimismo, también interesa entre quien o quienes se da el intercambio de información, el propósito competitivo de dicho intercambio y el nivel de detalle de esta.

Bajo el mismo lineamiento, la interdependencia entre competidores es un elemento que puede facilitar la colusión en un mercado. Esto, de acuerdo con proviene de la teoría del *paralelismo consciente*, la cual se refiere al comportamiento interdependiente de las empresas que no se coluden explícitamente, pero desarrollan prácticas monopólicas absolutas debido a su relación. Aunado a ello, una interdependencia de tipo oligopólica no es necesariamente prueba suficiente de que existe un acuerdo. Sin embargo, puede considerarse colusión si se cumplen ciertos factores.

³² Versión pública de la resolución del expediente CNT-031-2011 emitida por el Pleno de la COFECE el veinticuatro de enero de dos mil doce, p. 60.

I.4.2.2. Concentraciones

Como se mencionó, la *Ley Federal de Competencia Económica* tiene mecanismos de política de competencia económica *ex ante*: la principal de ellas es el control de las fusiones y adquisiciones. En México se conoce a dicho control como concentraciones.

El artículo 61 de la *Ley Federal de Competencia Económica* define una concentración como “la fusión, adquisición del control o cualquier acto por virtud del cual se unan sociedades, asociaciones, acciones, partes sociales, fideicomisos o activos en general que se realice entre competidores, proveedores, clientes o cualesquiera otros agentes económicos”.

Por ende, la fusión puede entenderse desde un punto de vista económico y otro jurídico. Desde el económico se define como “la unión o mezcla del patrimonio de dos o más sociedades para integrar un patrimonio común único, cuyo titular será una de las empresas, parte en la fusión, o una nueva que surge por la unión de aquellas”. Desde el punto de vista jurídico, una fusión es entendida como “la unión de varias sociedades, que se integran para formar una entidad, jurídicamente unitaria, que sustituye la pluralidad de sociedades”.³³

Debemos insistir en que, si una sociedad adquiriera todas las acciones de otra no podemos hablar de fusión y si una sociedad cede en bloque todo su patrimonio, tampoco existe fusión. Esto se refiere en realidad a una adquisición, que de igual forma debe tener autorización de la *COFECE* en los supuestos que se analizarán más adelante.

Por otro lado, la adquisición de control consiste en que un agente económico tenga una influencia decisiva o de control sobre otros agentes para actuar en los mercados, este control puede derivarse de actos jurídicos o de hechos.

Al respecto, el control por actos jurídicos puede darse de distintas maneras, según la Guía para la notificación de concentraciones aprobada por el Pleno de la

³³ Sánchez Domínguez, Francisco, “Fusión y transformación de sociedades mercantiles”, *Revistade Derecho Notarial, México, 1986, núm. 94, p. 165.*

Comisión Federal de Competencia Económica el 9 de octubre de 2015 y modificada el 20 de abril de 2017 que a la letra dice:

- a) Cuando un agente económico es directa o indirectamente tenedor o titular de la mayoría de las acciones o partes sociales de una empresa o un porcentaje de participación directa o indirecta que el permita imponer unilateralmente decisiones en asambleas.
- b) Cuando se tiene la capacidad o derecho de designar a la mayoría de los miembros del consejo de administración u órgano equivalente de otro.
- c) Cuando existe la capacidad o derecho de designar a directivos de alto nivel como directores, gerentes, directivos relevantes o factores principales de otro.
- d) Cuando existe la capacidad de dirigir o administrar a otro en virtud de un contrato, convenio, convenios de abastecimiento de largo plazo, el otorgamiento de créditos, o cuando las actividades mercantiles de una o varias sociedades, se realicen preponderantemente con otra o dependan preponderantemente de otra, de manera que ésta ejerza un poder real y una influencia decisiva o significativa sobre la primera.

En cambio, el análisis del control de facto debe atender no sólo al nivel de participación accionaria cuando ningún socio tiene mayoría accionaria, sino también “a la posibilidad de que un socio minoritario pueda obtener la mayoría en las asambleas a causa del nivel de asistencia, la posición de los otros accionistas, dispersión y vínculos de tipo estructural, económico o familiar o con el accionista principal y el interés financiero”.³⁴

El análisis del propio artículo 61 de la LFCE continúa con aquello que se puede concentrar, primeramente, respecto de las sociedades, tanto las sociedades mercantiles como las sociedades civiles, así como a las asociaciones civiles y las asociaciones en participación.

³⁴ Guía para la notificación de concentraciones aprobada por el Pleno de la Comisión Federal de Competencia Económica el 9 de octubre de 2015 y modificada el 20 de abril de 2017, p. 7.

Con respecto a las acciones y partes sociales, la ley se refiere a los títulos e instrumentos legales para adquirir en propiedad o constituir nuevas sociedades mercantiles.

Por lo que se refiere a fideicomisos, la ley se refiere a un contrato a través del cual, una persona, ya sea física o moral deposita parte de sus bienes en una institución fiduciaria, para llevar a cabo un fin determinado, mismo que esta señalado en el texto del contrato.

Y por el último, la ley se refiere a los activos en general, lo cual implica que una concentración se refiere no sólo a la fusión o adquisición de entes jurídicos, sino también a activos diversos, por ejemplo maquinaria y equipo, derechos de propiedad intelectual y bienes raíces entre otros.

A pesar de lo anterior, el concepto es tan amplio que se pueden incluir diversidad de situaciones. Finalmente, el artículo menciona que dicha concentración se puede llevar a cabo entre competidores (fusiones o adquisiciones horizontales), proveedores y clientes (fusiones o adquisiciones verticales), o cualquier otro agente económico. En este sentido, cualquier operación que cumpla con los señalamientos anteriores se considera una concentración.

Las concentraciones horizontales no necesariamente pueden ser dañinas para la competencia, sin embargo, podrían tener estos efectos:

- I) “La competencia entre los agentes involucrados se elimina, lo cual, dependiendo del tamaño de los agentes, puede resultar significativo.
- II) La unión de agentes puede darles el poder de mercado suficiente para aumentar el precio mediante una disminución unilateral de la oferta, es decir, puede resultar en un agente monopólico.
- III) Al incrementarse el grado de concentración en el mercado relevante después de la concentración, la operación puede tener como resultado adverso que aumente la facilidad para que los agentes restantes se coordinen para fijar precios u oferta, es decir, puede resultar en un cártel. Esta coordinación no

necesariamente tiene que ser expresa, si no que puede ser tácita, de manera de oligopolio”.³⁵

Continuando el análisis, el artículo 86 de la LFCE establece que las concentraciones que cumplen con ciertas características económicas deben ser notificadas. Dichas características se conocen como umbrales y son los siguientes:

- I) Cuando el acto o sucesión de actos que les den origen, independientemente del lugar de su celebración, importen en el territorio nacional, directa o indirectamente, un monto superior al equivalente a 18 millones de veces la *Unidad de Medida y Actualización*.³⁶
- II) Cuando el acto o sucesión de actos que les den origen, impliquen la acumulación del 35% o más de los activos o acciones de un Agente Económico, cuyas ventas anuales originadas en el territorio nacional o activos en el territorio nacional importen más del equivalente a 18 millones de veces la *Unidad de Medida y Actualización*.
- III) Cuando el acto o sucesión de actos que les den origen impliquen una acumulación en el territorio nacional de activos o capital social superior al equivalente a ocho millones cuatrocientas mil veces el salario mínimo general diario vigente para el Distrito Federal y en la concentración participen dos o más Agentes Económicos cuyas ventas anuales originadas en el territorio nacional o activos en el territorio nacional conjunta o separadamente, importen más de cuarenta y ocho millones de veces la *Unidad de Medida y Actualización*.

Conforme a lo anterior, las concentraciones deben notificarse al cumplir los umbrales señalados por el acto, o sucesión de actos que les den origen. En este sentido, es importante mencionar que se entiende por sucesión de actos a la “secuencia o serie de actos jurídicos u operaciones que permiten a un agente

³⁵ Peredo Rivera, Amílcar, *op. cit.*, p. 266.

³⁶ De acuerdo con el Decreto por el que se declara reformadas y adicionadas diversas disposiciones de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, en materia de desindexación del salario mínimo publicado el 27 de enero de 2016: “los *montos anteriormente determinados en salarios mínimos deberán determinarse conforme a la Unidad de Medida y Actualización*”.

económico llevar a cabo la unión de empresas, acciones, partes sociales, o activos de un mismo agente o grupo de interés económico”.³⁷

Como se mencionó, la regulación de concentraciones tiene un carácter *ex ante*, que ayuda en gran medida a evitar que se dé una concentración de poder de mercado a través de las fusiones o adquisiciones, lo cual es una herramienta a tener en cuenta en nuestro posterior análisis de propuestas de regulación.

I.4.3. Las Autoridades de Competencia en México

En México existen dos autoridades en materia de competencia económica: la *Comisión Federal de Competencia Económica* y el *Instituto Federal de Telecomunicaciones*. Ambas tienen una naturaleza jurídica particular: la de organismos constitucionales autónomos.

Al respecto, ya desde 1748, Montesquieu hablaba de la separación de poderes, estableciendo que “la libertad política de un ciudadano es la tranquilidad de espíritu que proviene de la confianza que tiene cada uno en su seguridad: para que esta libertad exista, es necesario un gobierno tal que ningún ciudadano pueda temer a otro”.³⁸ Enunció así “sus teorías acerca del equilibrio entre los órganos fundamentales (*balance des pouvoirs*) y de los frenos y contrapesos, por las cuales ponía de relieve las aplicaciones más relevantes del principio de separación de poderes”.³⁹

En este sentido, “la teoría tripartita tradicional que marca la división del poder en Legislativo, Ejecutivo y Judicial, es hoy la base de la estructura del Estado de Derecho”⁴⁰; sin embargo, esta ha tenido modificaciones que, si bien no eliminan el principio de división de poderes tripartita, sí han modificado de manera importante su ejecución.

³⁷ Guía para la notificación de concentraciones aprobada por el Pleno de la Comisión Federal de Competencia Económica el 9 de octubre de 2015 y modificada el 20 de abril de 2017, p. 14.

³⁸ Montesquieu, C., Moreno, D. and Estévez, N., 1987. *Del espíritu de las leyes*. 7th ed. México: Porrúa, p.104.

³⁹ González Uribe, Héctor, *Teoría política*, 16 ed., México, Editorial Porrúa, 2013, p. 372.

⁴⁰ *Idem*.

Históricamente, en México la fuerte predominancia que tiene el poder Ejecutivo sobre los otros poderes, la cual hace del presidente una figura tan relevante y con tantas facultades que equivale a un verdadero “*rey sin corona*”, ha llevado a que algunas áreas estratégicas del Estado fueran sustraídas del propio Poder Ejecutivo y salieran de la injerencia de un solo poder.

Sobre lo anterior, si bien no se habla de la creación de un nuevo poder, sí se habla de un grado de autonomía que tienen dichos organismos, la cual se establece en la propia CPEUM. Dicha autonomía otorga personalidad jurídica y patrimonio propio a los organismos constitucionales autónomos, los cuales responden a los tres poderes. El Poder Legislativo recibe los informes de actividades y, en su caso, las comparecencias de sus titulares ante sus respectivas cámaras por posibles responsabilidades; el Ejecutivo tiene injerencia en el nombramiento de sus miembros, y el Poder Judicial revisa sus actuaciones en los tribunales.

Los organismos constitucionales autónomos cumplen una función estratégica del Estado, optando por la especialización de sus actividades y disminuyendo la injerencia política en su toma de decisiones, sin quedar estos fuera del propio Estado mexicano.

El artículo 28 de la Constitución señala que “*el Estado contará con una Comisión Federal de Competencia Económica [(COFECE)] y un Instituto Federal de Telecomunicaciones [(IFT)] estableciendo la base normativa sobre la cual se sustenta su existencia*”. Ambos organismos cuentan con siete comisionados nombrados por el Senado de la República a propuesta del titular del Ejecutivo Federal.

En el caso particular de la COFECE y del IFT, la constitución les otorga el rango de órganos constitucionales autónomos debido a la importancia social y económica que tiene la competencia de los mercados, ya que involucra muchas veces una afectación directa en el bienestar de los ciudadanos.

I.4.3.1. La Comisión Federal de Competencia Económica

La *Comisión Federal de Competencia Económica* es un organismo constitucional autónomo, con personalidad jurídica y patrimonio propio según establece el artículo

28 constitucional, su objetivo es que garantizar la libre concurrencia y competencia económica, la prevención, investigación y el combate de los monopolios, las prácticas monopólicas, las concentraciones y demás restricciones al funcionamiento eficiente de los mercados.

Estructuralmente, la *COFECE* se compone fundamentalmente por el Pleno, compuesto por seis comisionados y un comisionado presidente, que funge como órgano de gobierno y de decisión.⁴¹ Cuenta igualmente con una Autoridad Investigadora, órgano encargado de desahogar la etapa de investigación y es parte en el procedimiento seguido en forma de juicio (como se nombra al procedimiento en el Título II la LFCE) y que goza de autonomía técnica y de gestión.

El órgano de instrucción de la *COFECE* es la *Secretaría Técnica*, la cual tiene a su cargo los procedimientos seguidos en forma de juicio, la notificación de concentraciones, las opiniones en materia de competencia, y demás atribuciones.

De igual forma, cuenta con un *Órgano Interno de Control* encargado de la fiscalización de los recursos, así como del régimen de responsabilidades de los servidores públicos de la Comisión.

I.4.3.2. El Instituto Federal de Telecomunicaciones

El *Instituto Federal de Telecomunicaciones* es un organismo constitucional autónomo que funge como regulador de los sectores de telecomunicaciones y radiodifusión, en los cuales ejerce de manera exclusiva las facultades en materia de competencia económica además de ser el regulador sectorial. En este sentido, el *IFT* ejerce todas las facultades otorgadas por la LFCE únicamente en lo relativo a la competencia en los sectores de telecomunicaciones y radiodifusión.

El *IFT* cuenta con un Pleno compuesto por seis comisionados y un comisionado presidente. El Pleno es el órgano de gobierno y decisión del *IFT*, cuenta con un

⁴¹ Cabe señalar que la *COFECE* durante sus ocho años de existencia ha tenido como comisionada presidenta de 2013 a 2021 a Alejandra Palacios Prieto y en la actualidad como comisionada presidenta interina a Brenda Gisela Hernández Ramírez.

secretario técnico que lo auxilia en sus funciones. De manera similar a la *COFECE*, el *IFT* cuenta con una Autoridad Investigadora en materia de competencia económica, que lleva a cabo las investigaciones por prácticas monopólicas y es parte en los procedimientos seguidos en forma de juicio.

El órgano de instrucción del *IFT* es la *Unidad de Competencia Económica*, el cual tiene a su cargo los procedimientos seguidos en forma de juicio, la notificación de concentraciones, las opiniones en materia de competencia, y demás atribuciones.

A su vez, cuenta con un *Órgano Interno de Control*, encargado de la fiscalización de los recursos, así como del régimen de responsabilidades de los servidores públicos del *IFT*.

Capítulo II. Los fondos indexados

Tras el análisis de los antecedentes del derecho de la competencia, así como la evaluación de las normas jurídicas vigentes en nuestro país, llega el momento de referirnos a los fondos indexados y los riesgos que representan las tres administradoras de fondos indexados más grandes del mundo para la competencia económica, por lo cual, se retomarán los conceptos ya expuestos.

Primeramente, la conexión que tienen las ramas del conocimiento del Derecho y la Economía (así como sus distintas subramas) constituye una herramienta de suma importancia para la generación de bienestar y se encuentra íntimamente relacionada con los preceptos constitucionales, en específico con el artículo 28 constitucional.

La *COFECE* y el *IFT* en ejercicio de las facultades contenidas en el artículo 28 de la *CPEUM*, así como en la *LFCE*, las Disposiciones Regulatorias de la *LFCE* y en cumplimiento de lo dispuesto en el capítulo 21 del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (“*TMEC*” antes *TLCAN*) velan por garantizar el derecho de los consumidores a precios justos y a un mercado competitivo, de ser posible, en ausencia de distorsiones.

Lo anterior es relevante debido a la importancia que tienen los fondos indexados no sólo en el bienestar del mercado de fondos, sino por las implicaciones que tiene en

todos los mercados en los cuales existen empresas que cotizan en bolsa. Por ello en primer lugar es importante entender la historia y funcionamiento de los fondos indexados.

En este sentido para entender lo que son los fondos indexados, se debe hacer un análisis básico del mercado y de ciertas definiciones que nos ayudarán a determinar con precisión los que motivó el surgimiento de dichos fondos.

Hasta 1975, los fondos de inversión se dividían de distintas maneras atendiendo a sus características particulares, los cuales hasta la fecha siguen existiendo. En primer lugar, los fondos de inversión se dividen en fondos de inversión de mercado de capitales y fondos de inversión de deuda. Los fondos de inversión en mercado de capitales serán en los que se enfoque este trabajo, toda vez que son en los cuales cotizan acciones de empresas que pueden conferir control.

De igual manera, existen dos clases de fondos de inversión en mercado de capitales: los fondos de inversión mutualistas y los fondos de inversión cotizados. A su vez, estos fondos pueden tener una estrategia de indexación, lo que les otorga el carácter de fondos indexados.

II.1 Breves antecedentes históricos de los fondos de indexados

La historia puede dividirse en dos épocas que van de 1919 a 1924 cuando se creó el primer fideicomiso de inversión, la segunda de 1929 con la Gran depresión a 1940; la tercera de 1940 a 1958 cuando se abrió la puerta a las fusiones y adquisiciones y a las ofertas iniciales de las empresas administradoras de inversiones.

Sobre los primeros fondos mutualistas, *Deepthi* menciona lo siguiente: “*Surgieron como fideicomisos de inversión cerrados, los cuales aparecieron a finales del siglo XIX; sin embargo, no fue hasta 1924 cuando se creó el primer fideicomiso de inversión abierto en la ciudad de Boston, Estados Unidos. Ambas clases de fondos mutualistas tuvieron un crecimiento agitado durante los años veinte, sin embargo,*

sufrieron un retroceso en su crecimiento debido a mala administración, fraude y por la Gran Depresión de 1929”.⁴²

Antes de 1933, los inversionistas de fondos mutualistas recibían un trato muy pobre en comparación con los estándares actuales. “La información era escasa, los costes eran elevados y los agentes solían anteponer sus intereses a los de sus clientes”.⁴³

Por ello, la *Ley de Mercado de Valores* de 1934 y, en particular, la *Ley de Sociedades de Inversión* de 1940, abordaron estos problemas. La *Ley del Mercado de Valores* creó la *Comisión del Mercado de Valores* (SEC por sus siglas en inglés) con el objetivo de proteger a los inversionistas. La *Ley de Sociedades de Inversión* de 1940, se ocupó de abusos específicos anteriores y estableció las conductas prohibidas y permitidas para el sector de la inversión.

Otro acontecimiento relevante fue que, en 1958, el *Tribunal de Apelación del Noveno Circuito de EE. UU.*, resolvió que se podía vender una sociedad de inversión.

Esto abrió la puerta a las fusiones y adquisiciones y a las ofertas públicas iniciales de las empresas de administración de inversiones. Hoy en día, “de las 50 mayores empresas de gestión de fondos de inversión, 28 son propiedad de conglomerados financieros, 11 son empresas públicas, 10 son empresas privadas y una es una mutua”.⁴⁴

El punto clave es que la sentencia de 1958 creó la apertura para pensar en la industria de la inversión como un negocio, con énfasis en los resultados para los inversionistas.

⁴² Deepthi Fernando, *et al.*, *The Global Growth of Mutual Funds, Policy Research Working Paper*, Washington, 2003, núm 3055, p. 11. [traducción propia].

⁴³ Mauboussin, M.J., *et al.*, *Looking for Easy Games How Passive Investing Shapes Active Management*, Credit Suisse, 2017, p. 22, https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document_id=x745112&serialid=knrGGNw%2Bo620toTTx96qBO%3D%3D [traducción propia].

⁴⁴ *Idem.* [traducción propia].

En este contexto, entre 1930 y 1970 los fondos mutualistas de inversión crecieron relativamente poco, aunque hubo un aumento del interés por los fondos mutualistas de renta variable durante el boom bursátil de principios y mediados de los años 60.

Sin embargo, esta situación se invirtió en los años 70 tras la primera crisis del petróleo provocada por la *Guerra de Yom Kippur* y el embargo de petróleo de los países de la *Organización de Países Exportadores de Petróleo*, (por cierto, un oligopolio internacional) así como el mal comportamiento de los mercados de valores.

En la década de los 70 se dio un cambio en la tendencia creciente de los fondos mutualistas gracias al lanzamiento de los fondos mutualistas de inversión en mercado de capitales (o de dinero). Estos fondos se especializaban en instrumentos de mercado de dinero y comenzaron a representar una competencia importante para bancos, ofreciendo rendimientos relacionados con el mercado y diferenciales más bajos que los depósitos bancarios tradicionales, garantizando al mismo tiempo la liquidez y la facilidad de acceso.

Los fondos mutualistas del mercado de dinero se lanzaron en Estados Unidos como una respuesta a las restricciones normativas que prohibían a los bancos estadounidenses pagar los tipos de interés del mercado por sus depósitos minoristas, lo cual no era beneficioso para los consumidores al mantenerse un contexto de muy alta inflación. En este sentido, dicho contexto económico hacía que los depósitos bancarios no fueran rentables para los consumidores, lo cual hizo más atractivos a los fondos.

Igualmente alcanzaron un crecimiento importante en otros países que mantenían rígidas restricciones a los tipos de los depósitos bancarios, como Francia, Grecia y Japón. Pero incluso en ausencia de distorsiones normativas, los fondos mutualistas del mercado de dinero, una vez inventados, tendieron a crecer para satisfacer la demanda de inversionistas sofisticados que buscaban un lugar cómodo para mantener sus saldos líquidos de inversión.

De igual manera, una segunda categoría de reglamentos y normas fomentó el crecimiento de la industria, entre las que se encuentran la *Ley de Ingresos* de 1936,

una sentencia de un tribunal de distrito de 1958, la *Ley de Seguridad de los Ingresos de Jubilación de los Empleados* de 1974 (*ERISA*, por sus siglas en inglés), la *Ley de Ingresos* de 1978 y la decisión sobre el *Otorgamiento de Gastos de Distribución* de 1980.

A pesar de que los programas de prestaciones definidas eran el principal objetivo de *ERISA*, la legislación allanó el camino para el rápido crecimiento de los fondos de inversión de varias maneras. *ERISA* triplicó las aportaciones permitidas a los planes de jubilación para el retiro, donde los fondos de inversión ya eran fuertes, permitió las inversiones en fondos de inversión para los planes 403(b) que habían estado restringidos a las rentas vitalicias de las compañías de seguros, estableció cuentas individuales de jubilación (*IRA* por sus siglas en inglés y similares a las cuentas de ahorros para el retiro existentes en México y administradas por Administradoras de Fondos de Ahorro para el Retiro) para los trabajadores que no estaban cubiertos por el plan de su empresa, y estableció las normas fiduciarias para los planes autodirigidos que invertían en fondos de inversión.

En este sentido, la *Ley de Ingresos* de 1978 creó un viento en popa para los fondos de inversión. Los planes de aportaciones definidas podían invertir en fondos de inversión sin preocuparse por la responsabilidad fiduciaria y los empleadores no serían responsables de las opciones de inversión del empleado siempre que ofreciera una amplia gama de alternativas lo cual era sumamente ventajoso para ellos.

Aunado a lo anterior, es importante señalar que el 31 de diciembre de 1975 se creó el primer fondo mutualista indexado llamado *Vanguard 500*; siguió el comportamiento del índice bursátil *Standard & Poor's 500* o *S&P 500*. Dicho fondo fue creado por *The Vanguard Group*, fundado y liderado por John C. Bogle; en la actualidad es uno de los tres fondos indexados más grandes del mundo.

En este sentido, el *Vanguard 500* seguía (y aún hoy sigue) una estrategia pasiva, es decir, no está activamente administrado. Los fondos activamente administrados son aquellos que intentan tener un mejor rendimiento que aquellos que el mercado por sí solo ofrece. Por ejemplo: si un índice como el *S&P 500* tenía un rendimiento

anual de 10%, un fondo indexado en teoría tendría el mismo rendimiento que el índice mientras que el fondo activamente administrado, en teoría, tendría uno mayor.

Por otro lado, un atractivo existente en los fondos indexados era el bajo costo que éstos tenían (y aún hoy tienen) para los inversionistas. Las comisiones cobradas por su administración eran mucho menores a aquellas ofrecidas por los fondos activamente administrados.

Esto significó una revolución en el mercado de fondos mutualistas, puesto que nunca se había planteado la existencia de un fondo indexado y pasivamente administrado. Por lo tanto, dicha revolución trajo como consecuencia que “*Vanguard* asumiera el liderazgo en la reducción de los costes de inversión, convirtiéndose finalmente en el proveedor de fondos de inversión de menor coste del mundo”.⁴⁵

Todo ello se sumó a un mercado alcista que surgió a principios de la década de 1980, donde se produjo un rápido crecimiento.

El crecimiento de los fondos mutualistas de renta variable y renta fija continuó en la década de los ochenta. Posteriormente, en la década de 1990 se dio un crecimiento aún más importante para dichos fondos debido a que en Estados Unidos los bancos ampliaron sus diferenciales, haciendo más costosos los fondos bancarios.

A medida que la diferencia entre la rentabilidad de los depósitos bancarios y la de los fondos de renta variable aumentaba, los inversionistas mostraron un creciente apetito por los fondos de renta variable.

En Estados Unidos, contribuyó un repunte más amplio de la demanda de activos financieros, impulsado por el aumento de los precios de las acciones, unos tipos de intereses bajos, estables y una inflación contenida.

Aunado a lo anterior, la expansión de los planes de ahorro para la jubilación, tanto los planes patrocinados por el empleador como las cuentas individuales de

⁴⁵ Bogle, J.C., *Stay the Course: The Story of Vanguard and the Index Revolution*, John Wiley & Sons, Incorporated, Newark, 2018, <https://0-ebookcentral-proquest-com.biblioteca-ils.tec.mx/lib/biblitesm/detail.action?docID=5602421> [traducción propia].

jubilación, supuso un estímulo adicional. Por lo tanto, los activos de los planes de ahorro para la jubilación invertidos en fondos mutualistas de inversión “pasaron de representar una quinta parte de todos los activos de fondos a principios de los años 90 a más de un tercio a finales de la década. La respuesta del sector, tanto al ampliar el número y la variedad de fondos mutualistas de inversión como al reducir el coste de adquisición y mantenimiento de éstos, fue otro factor que contribuyó a su crecimiento.

En Europa y otras regiones, el crecimiento y avance de los fondos mutualistas de renta variable, fue más lenta que en Estados Unidos e Inglaterra debido a que los mercados de renta variable aún no estaban plenamente consolidados y tenían costes mayores para su operación.

Este conjunto de normativas, decisiones, innovaciones financieras, junto con el mercado alcista de los años 80 y 90, condujo a un crecimiento extraordinario: los fondos mutualistas de inversión en renta variable de EE. UU., tenían \$54,000 millones de dólares en activos en 1982, el año en que comenzó el mercado alcista, y \$3,9 billones de dólares en activos en el año 2000, siendo éste el año en que finalizó el mercado alcista. Casi todos estos activos eran gestionados activamente en 1982, y los fondos pasivos sólo representaban un 10% del total en 2000.

En la década de los 90, también existieron avances importantes para el mercado de valores. En este sentido, uno de los éxitos más espectaculares de la innovación financiera desde la aparición de los futuros financieros es probablemente la creación de los fondos de inversión cotizados (*“Exchange Traded Funds”*).

Al respecto, los *ETFs* (por sus siglas en inglés) se introdujeron en las bolsas de Estados Unidos y Canadá a principios de los años 90, representando en los primeros años una pequeña fracción de los activos gestionados en fondos indexados.

De igual manera, el crecimiento de los *ETFs* aumentó dramáticamente, creciendo a tasas medias de 132% entre 1995 y el 2001. Este crecimiento tuvo como resultado que los *ETFs* fueran los valores de renta variable más comercializados en el

mercado bursátil estadounidense. Cabe señalar que la mayoría de los *ETFs* en ese momento tenían una estrategia de inversión activa.

Hubo una última categoría de regulaciones que motivó la migración de fondos con una estrategia de inversión activa a una pasiva. Dichas regulaciones se enfocaron en transparentar la información de gastos y la cartera de los fondos y la divulgación uniforme de la información, exigiendo la divulgación de material de forma simultánea a todos los inversionistas.

La investigación de dicho mercado a partir de la entrada en vigor de las regulaciones muestra que los rendimientos de algunas grandes familias de fondos se resintieron tras la aplicación de la normativa, lo que sugiere que estos inversionistas recibieron un trato preferente. Esta degradación de los resultados puede haber contribuido de igual forma a la migración de fondos activamente administrados a pasivamente administrados.

La transparencia mencionada, permitió a los titulares de fondos de inversión comparar más fácilmente los gastos de sus fondos con las alternativas pasivas menos costosas. Así, entre 1990 y 1999, el *S&P 500* obtuvo una rentabilidad total anual compuesta para los accionistas del 18,2%.

Respecto a lo anterior, no se prestó mucha atención a las comisiones. De 2000 a 2009, la rentabilidad anual del *S&P 500* fue del -1,0%, lo que hace que el diferencial de costes entre activos y pasivos sea aún más pronunciado.

Entre 2008 y 2015, los inversionistas vendieron participaciones de fondos de inversión en renta variable que eran gestionados activamente “por un valor aproximado de \$800 millones de dólares, al tiempo que compraron fondos gestionados de forma pasiva por un valor aproximado de \$1 billón de dólares; esto representó un cambio en el comportamiento inversor sin precedentes en la historia”.⁴⁶

⁴⁶*Business and Politics*, Cambridge University Press, 2017, 19(2), p. 299. [traducción propia].

A finales de 2015, los fondos indexados pasivos gestionaban activos totales invertidos en renta variable por un valor superior a los \$4 billones de dólares. Lo más importante para este trabajo reside en este amplio y creciente sector que está dominado por solo tres empresas de gestión de activos: *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street*. En los últimos años han adquirido importantes participaciones en miles de empresas que cotizan en bolsa tanto en Estados Unidos como en el extranjero.

Por si no fuera suficiente, en abril de 2016, el Departamento de Trabajo aprobó la *Regla Fiduciaria*, que requiere que los asesores financieros recomienden lo que más conviene a los clientes cuando ofrecen asesoramiento sobre el ahorro para la jubilación.

Lo anterior es relevante pues afectó a más de \$3 billones de dólares en activos. Antes de la norma, algunos asesores de inversiones se regían por una norma de idoneidad que sólo garantiza que una inversión es adecuada para el cliente. Con la norma fiduciaria, un asesor que elija entre dos fondos de características similares se verá obligado a seleccionar el menos costoso lo cual favorece la inversión pasiva al ser claramente más baratos para los inversionistas.

Todo lo anterior llevó a una migración masiva a los fondos de inversión con una estrategia de pasiva, en especial, hacia los fondos indexados.

Para fines de este trabajo, es de importancia señalar que, al igual que en Estados Unidos, los planes de ahorro para el retiro privados y generales (AFORES) invierten en fondos indexados, tanto nacionales como extranjeros (por medio del Sistema Internacional de Cotizaciones); por lo que su regulación en materia de competencia es igualmente relevante para nuestro país, no sólo para los consumidores directos, sino para los trabajadores mexicanos cuyos ahorros para el retiro se encuentran invertidos en ellos.

En este sentido, la COFECE investigó y sancionó la comisión de prácticas monopólicas absolutas por parte de las principales AFORES debido a un acuerdo colusorio para reducir traspasos entre AFORES y así incrementar su utilidad. Si bien este caso no se encuentra relacionado con el tema de los fondos indexados, si

demuestra la capacidad de la COFECE de investigación, así como de la capacidad de daño que puede tener una práctica colusoria en los mercados bursátiles.⁴⁷

II.2 Definiciones y estructuras de los fondos indexados

El presente trabajo se enfoca de forma específica en los fondos indexados. Se deben mencionar, no sólo las estructuras de los fondos indexados, sino también las de fondos mutualistas y los fondos de inversión cotizados (*Exchange Traded Funds* o *ETFs*) debido a que cualquiera de estas dos últimas clases de fondos, pueden convertirse en fondos indexados cuando tengan dicha estrategia de inversión.

Es importante señalar que los instrumentos que se evaluarán son parte de un género, los fondos de inversión, mientras que las particularidades y características únicas de cada uno de ellos forman las especies de fondos. Por lo tanto, la referencia simple de “*fondos de inversión*”, se toma como el conjunto de especies de fondos o, en otras palabras, a los fondos de inversión como género.

De igual forma, es primordial hacer ciertas precisiones respecto a algunas modalidades que pueden tener los fondos de inversión como género. Es posible que estén presentes algunas características que limiten en algún grado la creación de nuevas acciones de los fondos, así como la capacidad de los inversionistas para intercambiarlos o comprarlos. Por lo tanto, con relación al tema que nos atañe, analizaremos dos modalidades: la de fondos cerrados y la de fondos abiertos.

- Fondos cerrados: “son fondos de inversión con un número fijo de acciones emitidas cuyos accionistas tienen que comprar o vender acciones existentes para entrar o salir del fondo”.⁴⁸
- Fondos abiertos: “son fondos de inversión cuyas participaciones o acciones son, a petición de los titulares, recompradas o reembolsadas directa o indirectamente con cargo a los activos del fondo”.⁴⁹

⁴⁷ Para mayor información favor de consultar la Versión Pública de la resolución del expediente IO-003-2015.

⁴⁸ European Central Bank, *Guideline of the European Central Bank of 4 April 2014 on monetary and financial statistics*, Official Journal of the European Union, Glossary. Open-end investment funds, 2014. [traducción propia].

⁴⁹ *Idem*. [traducción propia].

Establecido lo anterior, pasaremos al análisis de las especies de fondos de inversión más relevantes para el tema de análisis del presente trabajo.

II.2.1. Los *Mutual Funds*

Fondo mutualista es: el nombre común de una sociedad de inversión de capital variable. Al igual que otros tipos de sociedades de inversión, “los fondos de inversión reúnen el dinero de muchos inversionistas y lo invierten en acciones, bonos, instrumentos del mercado monetario a corto plazo u otros valores. Los fondos de inversión emiten acciones reembolsables que los inversionistas compran directamente al fondo (o a través de un agente del fondo) en lugar de comprarlas a los inversionistas en un mercado secundario”.⁵⁰

En este sentido, cada una de las acciones del fondo mutualista, representa una parte proporcional de la propiedad que tiene un inversionista sobre el portafolio del fondo y del ingreso que éste genere.

Los referidos fondos se encuentran obligados a fijar el precio de sus acciones cada día laborable, haciéndolo usualmente después del cierre de las principales bolsas de Estados Unidos. Lo anterior se debe a que los índices más importantes del mercado bursátil del mundo se encuentran en Estados Unidos (de igual modo, la legislación que los obliga es estadounidense).

Al respecto, el valor por acción de los activos del fondo menos sus pasivos se denominan valor neto de los activos o (*NAV* por sus siglas en inglés). Los fondos deben vender y reembolsar sus acciones al valor *NAV* que se calcula después de que el inversionista de una orden de compra o de reembolso. Esto significa que, “cuando un inversor da una orden de compra de acciones de fondos durante el día, el inversor no sabrá el precio de compra hasta que se calcule el siguiente valor *NAV*”.⁵¹

⁵⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, Office of Investor Education and Advocacy, *Mutual Funds and ETFs. A Guide for Investors*, s/f, p. 4, <https://www.sec.gov/investor/pubs/sec-guide-to-mutual-funds.pdf>. [traducción propia].

⁵¹ *Idem*. [traducción propia].

II.2.3. Los Index Funds

Si bien se ha comentado ya la capacidad que tienen los distintos fondos, mutualistas o *ETFs*, para indexar sus inversiones, es necesario profundizar en lo que son realmente los fondos indexados.

Los fondos indexados son un tipo especial de fondo de inversión, ya que los fondos de inversión reúnen los activos de muchas personas y entidades e invierten esos activos en carteras de valores diversificadas. Los fondos de inversión gestionados activamente compran y venden valores de empresas de acuerdo con su opinión sobre si esas empresas están infravaloradas o sobrevaloradas. Por el contrario, los fondos indexados invierten en carteras que intentan seguir el rendimiento de determinados índices de referencia, como el *S&P 500* o el *Russell 3000*.

Al respecto, el término fondo indexado abarca tanto los fondos mutualistas de inversión como los fondos cotizados (*ETFs*), o cualquier otro vehículo de inversión que siga mecánicamente un índice.

Los fondos indexados pueden seguir índices de deuda o de capitales; en este sentido, este trabajo se enfoca en los de renta variable o capitales. Lo anterior se debe a que el sector de los fondos indexados (de capital) está muy concentrado y está dominado por las *Big Three* o Tres Grandes.

Los fondos indexados pueden adoptar diversos enfoques, pues algunos invierten en todos los valores incluidos y otros en una sola muestra de los mismos, dentro de un índice de mercado. Los índices de mercado suelen utilizar la capitalización bursátil de una empresa para decidir el peso que tendrá ese valor en el índice. La capitalización bursátil es una medida del valor total de las acciones de la empresa el cual es igual al precio de una acción por el número total de acciones emitidas. En un índice ponderado por la capitalización de mercado, los valores con una capitalización de mercado más alto representan una mayor parte del valor total del índice mientras que otros índices como el *Dow Jones Industrial Average*, están ponderados por el precio. En este caso, el precio por acción determinará el peso de un valor y algunos fondos indexados también pueden utilizar derivados (como opciones o futuros) para ayudar a conseguir su objetivo de inversión.

En este sentido, la indexación es una innovación relativamente reciente que se ha convertido en un vehículo popular para las inversiones en acciones comunes. Tanto las instituciones como los particulares utilizan fondos indexados en sus carteras de inversión. El supuesto básico que subyace a los fondos indexados es que el mercado es eficiente; es decir, que la información está disponible libremente para todos los inversionistas y las acciones tienen un "*precio justo*" y por ello, no se puede superar los rendimientos del mercado mismo.

Existen dos formas principales en las cuales se puede realizar la indexación de un fondo. En primer lugar, puede llevarse a cabo mediante la réplica física de los valores de un índice "como poseer el número exacto de acciones de *Apple*, con el fin de igualar el porcentaje de *Apple* en el índice *S&P 500*. Esto puede hacerse en forma de correspondencia exacta, o en aproximaciones más simples como el muestreo estratificado"⁵², a través del cual, se invierte en una muestra representativa del índice que replique de la manera más exacta posible las participaciones en el índice.

En segundo lugar, la indexación puede llevarse a cabo mediante el uso de contratos de derivados que buscan replicar los rendimientos y no las participaciones, de un índice, lo cual es poco usado en la práctica.

Cabe señalar que razones tanto teóricas como empíricas subyacen al creciente uso de una estrategia de indexación. El fundamento teórico de esta estrategia es la teoría del mercado de capitales. Según esta estrategia, en un mercado eficiente, el portafolio de mercado ofrece el mayor nivel de rendimiento por unidad de riesgo porque capta la eficiencia del mercado. Sin embargo, lo anterior resulta imposible puesto que un inversionista no se encuentra capaz de comprar absolutamente todo el portafolio de activos disponibles en el mercado. Es demasiado extenso tanto en volumen como en precio.

Por lo planteado, debe utilizarse un índice que sea representativo del mercado. En un mercado eficiente, no tiene valor la selección de valores ni la previsión de los

⁵² Saritaş, Hakan, *op. cit.*, p.33. [traducción propia].

movimientos del mercado. En un mercado así, la mejor herramienta de inversión, que ofrece la diversificación ideal eliminando el riesgo diversificable, es el fondo indexado.

En este sentido, existe una serie de razones para tener en cuenta la indexación al momento de invertir: el coste, la diversificación y la reducción del riesgo, el rendimiento y la previsibilidad

- I) Menor coste: una de las razones más cuantificables es el "coste", tanto en términos de comisiones de gestión como de costes de transacción que conlleva un fondo indexado. Las comisiones de gestión de los fondos activamente administrados son significativamente más altas que las de la gestión de índices; de hecho, pueden ser de tres a cinco veces más altas. El fondo de inversión medio cobra aproximadamente un 1,5% anual en concepto de comisiones de gestión.
- II) Diversificación: una de las características principales de los fondos indexados es que permiten la diversificación instantánea ya que, al comprar un título, éste ya incluye una muestra de todas las empresas del índice, disminuyendo el riesgo individual.

Una cartera de acciones activa varía entre el 100% y el 120% al año, incurriendo en costes de transacción anuales de aproximadamente el 0,60%. Los fondos indexados, en cambio, incurren en costes de transacción anuales de aproximadamente el 0,05%. Estos bajos costes de transacción en los que incurren los fondos indexados son el resultado de la baja rotación de las transacciones, ya que éstas sólo se producen cuando hay flujos de caja internos (dividendos o intereses) y externos (depósitos o retiradas), y cuando hay cambios en el índice.⁵³

No obstante, la indexación no se encuentra exenta de riesgo dado que, aunque algunas formas de riesgo son diversificables, otras no lo son. El riesgo que permanece incluso después de una amplia diversificación se denomina riesgo de

⁵³ Parish, John C. Jr. Apud, Sarıtaş, Hakan, *op. cit*, p.33 [traducción propia].

mercado, riesgo sistemático o riesgo no diversificable, que es el riesgo atribuible a las fuentes de riesgo de todo el mercado. Algunos ejemplos de factores de riesgo de mercado son las crisis económicas mundiales (como la *crisis de las hipotecas subprime* de 2008), las afectaciones al mercado derivadas de pandemias como la actual pandemia del COVID-19 y demás situaciones prácticas.

A contrario *sensu*, el riesgo específico asociado a empresas e industrias concretas y puede diversificarse lo cual logran los fondos indexados.

Una ventaja que conlleva lo anterior es que, para los inversionistas con aversión al riesgo, la indexación es una estrategia eficaz de reducción del riesgo. Los fondos indexados de mercado están, por definición, ampliamente diversificados en sus respectivos segmentos del mercado de capitales.

Asumir mayores riesgos no es, en todos los casos, más redituable pues la evidencia histórica sugiere que la mayoría de los gestores activos no son recompensados por el riesgo que asumen al intentar ganarle al mercado. Además, los gestores activos, por definición, se enfrentan a un mayor riesgo de volatilidad a largo plazo que los fondos indexados. De hecho, los fondos indexados han logrado incurrir en menor riesgo y un mayor rendimiento al de la media en comparación a los fondos activamente administrados. En este sentido, otras ventajas que tienen los fondos indexados son:

1. Rendimiento: muchos inversionistas consideran que el rendimiento es la razón principal para considerar la indexación. La evidencia histórica muestra que, con el tiempo, la indexación se compara favorablemente con la gestión activa. Su rentabilidad representa a aquella dada por el mismo mercado (no está por arriba ni por debajo de ella).
2. Previsibilidad: las ganancias esperadas son iguales a las del mercado, por lo cual, a diferencia de los fondos activamente administrados, no existe una expectativa de superarlos.

En comparación, el problema con los fondos activamente administrados es que es imposible predecir con exactitud a principios de año si los gestores activos añadirán valor. Esta imprevisibilidad ha llevado a varios inversionistas a utilizar fondos indexados como sustitutos de las distintas clases de activos en sus

carteras. Los fondos indexados representan una estrategia de inversión predecible y relativamente fácil de entender. Los inversionistas conocen constantemente la evolución de sus inversiones, ya que la mayoría de los principales índices se publican diariamente.

A pesar de lo anterior, también existen algunas desventajas que se dan al invertir en un fondo indexado, entre las cuales destacan:

- I) El impedimento de un rendimiento superior al mercado: Sólo igualan los rendimientos del mercado, por lo que no pueden superarlo.
- II) No permitir a los gestores de inversiones explotar las ineficiencias del mercado. Los fondos indexados son esencialmente inversiones con una estrategia de "*comprar y mantener*" puesto que su rendimiento se da usualmente a mediano y largo plazo.
- III) Quien hace la selección del peso de los valores son personas externas al fondo, ya que estas se basan en el peso de cada una en el índice. Por ejemplo, el comité encargado del índice *S&P 500* es el encargado de seleccionar las acciones de los fondos del índice *S&P 500*.

II.2.2. Los Exchange Traded Funds o ETFs

Los *ETFs* como fondos indexados "tienen la finalidad de replicar el rendimiento de sus índices de referencia con la mayor exactitud posible. Sin embargo, a diferencia de los fondos de inversión convencionales, los *ETFs* cotizan en bolsa y pueden negociarse intradía".⁵⁴

Los *ETFs* brindan diversas ventajas en comparación con otros instrumentos de inversión pues los emisores y los compradores exponen las oportunidades de diversificación que ofrecen a todo tipo de inversionistas a un costo menor, pero también destacan su eficiencia fiscal, transparencia y bajas comisiones de gestión.

Estas características se basan en un principio específico de creación y reembolso en especie. "Se pueden crear continuamente nuevas acciones depositando una cartera de valores que se añade a las participaciones del fondo y, del mismo modo,

⁵⁴ Laurent, D., *op. cit.*, p. 2. [traducción propia].

los inversionistas pueden reembolsar acciones del fondo de inversión cotizado y recibir a cambio la cartera de acciones. Las participaciones son transparentes, ya que las carteras de los fondos se publican al final del día de negociación”.⁵⁵

Una de las características de los *ETFs* consiste en que son instrumentos híbridos que combinan las ventajas de los fondos de inversión abiertos y de los fondos cerrados, esto es, combinan el proceso de creación y reembolso de los primeros con la negociabilidad bursátil continua de los segundos.

Al igual que los fondos mutualistas de inversión, los *ETFs* ofrecen a los inversionistas una forma de reunir su dinero en un fondo que invierte en acciones, bonos, otros activos o alguna combinación de estos y, a cambio, recibir una participación en ese conjunto de inversiones. Sin embargo, a diferencia de los fondos mutualistas de inversión, los *ETFs* no venden acciones individuales directamente a los inversionistas minoristas, ni les reembolsan sus acciones individuales directamente. En cambio, las acciones de los *ETFs* se negocian a lo largo del día en las bolsas nacionales e internacionales (por medio del Sistema Internacional de cotizaciones) y a precios de mercado que pueden coincidir o no con el *NAV*.

En este sentido, los patrocinadores de los *ETFs* establecen relaciones contractuales con uno o más participantes autorizados-instituciones financieras que suelen ser grandes corredores de bolsa. Normalmente, sólo los participantes autorizados compran y reembolsan acciones directamente del *ETF*. Además, sólo pueden hacerlo en grandes bloques (por ejemplo, 50,000 acciones del fondo de inversión cotizado) comúnmente llamados “*unidades de creación*”, y suelen pagar por las unidades de creación en un intercambio en especie con un grupo o cesta de valores y otros activos que generalmente reflejan la cartera del fondo de inversión cotizado. Una vez que un participante autorizado recibe el bloque de acciones del *ETF*, puede vender las acciones del *ETF* en el mercado secundario a los inversionistas. Al igual

⁵⁵ *Idem*. [traducción propia].

que un fondo mutualista de inversión, un *ETF* debe calcular su valor *NAV* al menos una vez al día.

En realidad, la idea básica del diseñador original de los *ETFs*, Nathan Most, era organizar los *ETFs* como recibos de almacén de materias primas con los físicos entregados y almacenados, mientras que sólo se negocian los recibos, aunque los titulares del recibo pueden hacer la entrega. Este principio de creación y reembolso "en especie" se ha ampliado de las materias primas a las cestas de valores (o acciones). Los creadores de mercado y los inversionistas institucionales pueden depositar las cestas de acciones subyacentes a un índice en el administrador del fondo y recibir a cambio participaciones del fondo. Las participaciones así creadas pueden negociarse en bolsa como simples acciones o reembolsarse posteriormente por la canasta de acciones que componen el índice subyacente.

De acuerdo con lo anterior, los *ETFs* estaban pensados para replicar índices bursátiles de base amplia. Sin embargo, a medida que el instrumento se hizo más familiar para los inversionistas, los *ETFs* comenzaron a replicar índices construidos en torno a sectores, países, renta fija, materias primas y, finalmente, divisas.

En este sentido, los índices bursátiles amplios (o de base amplia) miden el rendimiento de las empresas que representan un mercado. El número de valores incluidos en el índice, y por tanto la diversificación del fondo asociado, varía de un índice a otro, desde 30 acciones en el caso del *Dow Jones Industrial Average* hasta 3,000 en el caso del índice *Russell 3000* (que mide el rendimiento de las mayores empresas de EE. UU., en función de la capitalización total del mercado) o casi 5,000 para el índice *Dow Jones Wilshire 5,000 Composite*. Los principales *ETFs* basados en índices bursátiles de base amplia son los *SPDR*, *QQQQ*, *DIAMONDS* o *iShares Russell 2000* que replican el *S&P 500*, el *Nasdaq 100*, el *DJIA* y los índices *Russell 2000*, respectivamente.

Una de las ventajas que tienen los *ETFs*, frente a otros instrumentos de inversión, consiste en que las series de *ETFs* suelen desglosar los índices de base amplia en estilos de gestión de crecimiento y valor y en valores de pequeña, mediana o gran capitalización. Con los fondos de inversión cotizados de base amplia, es posible

establecer posiciones en los mercados mundiales con gran rapidez y equiparar las posiciones temporales en efectivo.

Debido a sus grandes ventajas, los *ETFs* se popularizaron, lo cual trajo consigo que el intercambio de estos tuviera una diversidad de opciones. Al respecto, los *ETFs* de países y regiones también suelen replicar índices de mercados extranjeros de renta variable con base amplia. Los de países replican índices que se centran en uno solo, mientras que los regionales siguen un índice que se centra en una zona geográfica o monetaria como Asia, Europa o la Eurozona. Proporcionan una diversificación internacional fácil y rápida.

Ser una alternativa de bajo coste, en comparación con los fondos de inversión tradicionales, es una de las más grandes ventajas de los *ETFs*. Dicha virtud se debe a sus bajas comisiones de gestión y ratios de gastos. Lo anterior implica que a medida que los *ETFs* atraían más y más efectivo, la feroz competencia entre los *ETFs* y los fondos de inversión condujo a una guerra de comisiones. En este sentido, *Fidelity* y *Vanguard* redujeron progresivamente sus comisiones y, tras una caída permanente durante casi diez años en sus ratios de gastos, ahora se encuentran en un mínimo histórico.

En el mismo sentido, los *ETFs* de base amplia suelen presentar ratios de gastos anuales de 20 puntos básicos o menos. Recientemente, el coeficiente de gastos de los *SPDR* se redujo del 0,12% al 0,10%, mientras que las comisiones de los *iShares S&P 500* de *Barclays* están fijadas en el 0,09%. Las comparaciones de los coeficientes de gastos utilizadas como herramienta competitiva por los emisores están obviamente a favor de los *ETFs*.

II.3 Operación de los fondos indexados

Como se mencionó, los fondos indexados pueden ser tanto fondos mutualistas como *ETFs*. Sin embargo, no todos los fondos mutualistas o *ETFs* son indexados. Los fondos indexados son una clase de estrategia de inversión que, en contraposición a los fondos activamente administrados, no requieren una mayor administración, debido a que son de carácter pasivo.

Al respecto, la operación de los fondos indexados, sean estos mutualistas o *ETFs*, conllevan la replicación y el seguimiento de un índice bursátil, sea este local, regional o internacional.

En consecuencia, el fondo debe comprar acciones suficientes para tener la capacidad de replicar el peso proporcional lo más exactamente posible de cada una de las empresas cotizadas en el índice. Es posible que surjan problemas técnicos al observar la titularidad de dichas acciones puesto que, en realidad, los dueños de dichas acciones son los inversionistas del fondo; sin embargo, quienes representan a dichos inversionistas ante las asambleas de accionistas de dichas empresas son las administradoras del fondo.

La replicación del peso de las empresas lleva aparejado un movimiento constante de las acciones que el fondo compra y vende. De manera general, existen fondos indexados que, derivado de la alta oferta y demanda que presentan, tienen una compra y venta constante de acciones que incluso llega a darse varias veces en un solo día.

II.3.1 Activos objeto de inversión

Dentro de este marco se puede decir que los fondos indexados únicamente invierten en activos que repliquen un índice, sea este de deuda o de capitales. En este sentido, el presente trabajo de investigación se centra en los fondos indexados de capitales considerando que en ellos las empresas cotizan sus acciones en el mercado de valores.

En función de lo planteado, los activos objeto de inversión de los fondos indexados de capitales son todas aquellas acciones de empresas que pertenezcan a un índice bursátil.

Cabe señalar que los índices bursátiles son ficciones financieras que reúnen empresas con una característica en común. Por ejemplo, el *S&P 500*, creado por *Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P)*, incluye a las 500 empresas más grandes de Estados Unidos; la elección se realiza de acuerdo con su capitalización

de mercado. Otro ejemplo puede ser el índice *Nasdaq Composite* donde se reúne a las principales empresas tecnológicas, el *Dow Jones Industrial Average* que mide el desempeño de las 30 sociedades anónimas más grandes en el mercado estadounidense, el *S&P/BMV (Índice de Precios y Cotizaciones)* que contiene a las 30 mayores empresas cotizadas en la *Bolsa Mexicana de Valores*, entre otros índices alrededor del mundo.

En consecuencia, los fondos indexados de capitales siguen a un índice que represente, en general, la agrupación de varias empresas y sus acciones. Deben cumplir ciertos requisitos dependiendo del índice del que se trate, por lo que en pocas palabras invierten en acciones de las empresas dentro de un índice.

II.3.2 Operación intradía

Como se mencionó anteriormente, los fondos indexados operan de manera diaria en el mercado de valores. Su horario depende del índice al cual se encuentren indexados; por ejemplo, los índices asiáticos están sujetos a la hora de operación de los mercados bursátiles asiáticos que difieren de los mercados europeos y americanos.

De igual forma, dependiendo del índice donde se invierta el fondo, tendrá mayor o menor oferta o demanda. Así, un fondo que se encuentre indexado a un índice pequeño (por ejemplo, de algún país pequeño) tendrá un menor volumen de actividad de compra y venta que un fondo indexado a un índice con un gran volumen como el *S&P 500*.

Es importante señalar una diferencia operativa diaria entre las distintas clases de fondos indexados, debido a su calidad de fondos cerrados y fondos abiertos mencionado anteriormente. Los títulos de los fondos mutualistas de inversión no se intercambian de manera amplia en los mercados a diferencia de los *ETFs*, cuestión que provoca diferencias en su intercambio.

Un inversionista puede comprarle títulos directamente a un fondo mutualista de inversión; en función de ello, el fondo mutualista deberá comprar acciones de su

índice de referencia (al cual se encuentra indexado) para posteriormente crear un título nuevo de su fondo con el fin de que, al momento de vender el título, el fondo ya cuente con un respaldo de acciones. Lo anterior se lleva a cabo al momento de cierre del mercado, específicamente cuando se calcula el *NAV* del fondo.

Por otro lado, si un inversionista desea comprar un *ETF* debe acudir al mercado secundario de valores. Ahí se intercambian constantemente en operaciones de compra y venta a fin de comprar dicho título a un inversionista que se encuentre vendiéndolo.

Sin embargo, hay ocasiones en las cuales pueden existir escenarios de una demanda elevada y una oferta casi nula. Por esta razón, es posible que el fondo creador de dicho *ETF* decida crear nuevos títulos; tendrá que comprar acciones de su índice de referencia y posteriormente colocar los *ETFs* en el mercado secundario para su intercambio. Sólo en los casos donde se deban emitir nuevos títulos del *ETF*, el fondo lleva a cabo dicha acción al momento de calcular el *NAV* del mismo con el fin de comprar las acciones necesarias para representar correctamente el valor del fondo y de los activos dentro de él.

Únicamente los participantes aprobados por la autoridad de valores, normalmente grandes inversionistas institucionales que tienen un acuerdo con el administrador del fondo, pueden crear nuevas acciones, en bloques de cantidades mínimas especificadas denominadas unidades de creación. En la práctica el tamaño de las unidades de creación varía de un fondo a otro, oscilando entre 25 000 y 300 000 acciones.

Al respecto, la operación se lleva a cabo cuando los participantes autorizados depositan en el fondo la correspondiente cesta de acciones preestablecida más una cantidad de efectivo en el fondo y reciben a cambio el correspondiente número de acciones del fondo. En el caso de algunos *ETF*, se permite la creación en efectivo, pero los participantes autorizados incurren entonces en comisiones de creación más

elevadas para tener en cuenta el coste adicional de las transacciones que requiere la replicación del índice.⁵⁶

Lo anterior, puede sonar como un proceso largo, sin embargo, dichas operaciones se llevan a cabo diariamente, a veces en cuestión de segundos. Este hecho dificulta una regulación y vigilancia adecuada, especialmente en materia de competencia económica y en específico en términos del artículo 86 de la LFCE, el cual hace referencia a aquellas concentraciones que deben ser notificadas a la COFECE (o en su caso al IFT al tratarse de mercados de telecomunicaciones y radiodifusión).

II.3.3 Liquidez de los fondos

La liquidez de un fondo indexado depende en gran medida del tipo de fondo del cual se trate. Como se mencionó, su operación diaria puede traer consigo ciertas esperas y retrasos.

Los fondos mutualistas de inversión tienen una menor liquidez que los *ETFs* indexados. Su operación conlleva siempre la espera del cálculo del *NAV* y la posterior venta de acciones por parte del fondo en caso de que un inversionista venda sus títulos, por lo que tardaría entre 24, 48 y 72 horas (dependiendo del tipo de activos dentro del fondo) en poder recibir su dinero por dicha venta.

En cambio, los *ETFs* indexados son mucho más líquidos debido a que sus títulos ya existen en el mercado; a esto se le añade que únicamente se intercambian. Si un inversionista decide vender un título de un *ETF* indexado, la liquidez dependerá, en realidad, de la cantidad de demanda que exista en el mercado por ese título en específico.

Esto también tiene una dependencia directa con el tamaño del fondo y del índice, ya que existe una mayor demanda por índices más grandes que generalmente conllevan grandes *ETFs*.

⁵⁶ Laurent D., *op. cit.*, p. 10. [traducción propia].

II.4 Fondos: *common ownership*

Hasta este punto, ya se ha analizado la evolución histórica de la regulación de competencia en el mundo, así como diversos casos tanto a nivel nacional como internacional; además, se han explicado las diferencias entre fondos mutualistas, *ETFs* y sus características al estar indexados, así como sus particularidades en operación y liquidez. Sin embargo, no se ha explicado aún cómo funciona la propiedad de las acciones que los fondos compran; dicha cuestión se convierte en una problemática que puede representar graves riesgos para la competencia económica.

En este sentido, de conformidad con la Ley del Mercado de Valores⁵⁷ y la Ley General de Sociedades Mercantiles⁵⁸ (la cual regula a las Sociedades Anónimas de forma general) únicamente las Sociedades Anónimas Bursátiles pueden cotizar en el mercado de valores en México, por lo que la representación del capital de dichas sociedades (al ser sociedades anónimas) se representa por acciones, las cuales pueden cotizarse en el mercado de valores en busca de financiamiento; sin embargo, no se entrará en un análisis exhaustivo de dichas sociedades.

Para comenzar, se debe hacer un breve repaso sobre lo que es una acción con el fin de determinar tanto su propietario como aquellos derechos que conlleva su tenencia.

Tomando en cuenta lo mencionado por el Maestro Raúl Cervantes Ahumada, la acción puede tener tres acepciones:

- I) “Una parte alícuota del capital social de una sociedad anónima o en comandita por acciones.
- II) “Designa el derecho que tiene el socio a dicha porción de capital, es decir, es derecho que corresponde a la aportación del socio”.

⁵⁷ Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005.

⁵⁸ Ley General de Sociedades Mercantiles publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de agosto de 1934.

III) “El título representativo del derecho del socio, de su status como miembro de la corporación”.

Por lo anterior, la acción puede ser considerada “bajo el triple aspecto de parte del capital, de complejo unitario de derechos y de título de crédito o documento representativo de la cuota social”.⁵⁹

En este sentido, toda sociedad, para su funcionamiento, debe fundar su capital social, el cual se representa mediante acciones. La emisora de las acciones es la sociedad, que al mismo tiempo, es la deudora de los derechos y los socios se constituyen en los acreedores de la sociedad.

Debido a este último aspecto, los socios tendrán derecho a, un voto por acción, a los dividendos por distribución de utilidades netas repartibles, al cobro del derecho o cuota de retiro, al valor de venta de cada acción cuando el socio la quiere vender y en caso de liquidación de la sociedad, a la recuperación del valor nominal de cada acción y al remanente del haber social.

Por lo anteriormente mencionado, y siguiendo a Dávalos Mejía, la acción ha permitido que en un solo centro de compactación se reciban infinidad de pequeños capitales que por sí mismos, no habrían aspirado a hacer lo que la sociedad sí hace

De igual manera, la acción representa una función típica de financiamiento de las sociedades cuando la acción se coloca en la bolsa de valores, debido a que, “el interés del socio bursátil no es sentarse en el consejo de la emisora ni ser partícipe de su dirección, ni, incluso, asistir a sus asambleas, sino proteger su dinero con la tenencia de un bien mobiliario que no sólo conservará su valor, sino que se incrementará, con la única condición de intercambiar, con la emisora, el capital por acciones”.⁶⁰

Por ello, la acción representa para el socio bursátil una triple utilidad:

⁵⁹ Cervantes Ahumada, Raúl, *Títulos y Operaciones de Crédito*, 19 ed., México, Porrúa, 2018, pp. 141-142.

⁶⁰ Dávalos Mejía, Luis Carlos Felipe, *Títulos y Operaciones de Crédito*, 4a ed., México, Oxford University Press, 2012, pp. 336-342.

- a) Dividendos en dinero, como sucede a veces en su conversión a nuevas acciones;
- b) La obtención de utilidades lo cual señala que la sociedad está bien dirigida y, por ende, el mercado siempre las demandará; por lo que, al venderlas, las comprarán por arriba de su costo de inversión inicial;
- c) Tiene la seguridad de que no va a perder su inversión, sino que esta le va a producir una utilidad.⁶¹

No obstante, si bien podría decirse que la no participación en la asamblea de la sociedad y en general su toma de decisiones es una conducta usual en inversionistas de manera aislada, como se verá más adelante, no ha sido el caso de las grandes administradoras de fondos indexados como *Vanguard*, *State Street* y *BlackRock*.

En el caso de las acciones bursátiles adquiridas por medio de un fondo indexado, sea este un fondo mutualista de inversión o un *ETF*, las acciones pertenecen en todo momento al inversionista quien, al momento de adquirir los títulos de los fondos, adquiere a su vez, acciones.

Como se mencionó anteriormente, la operación de los fondos indexados conlleva la compra de acciones de las empresas listadas en un índice. La finalidad radica en que los inversionistas que adquieren títulos del fondo se encuentren respaldados en valor por las acciones que el fondo tiene en representación de los inversionistas.

Esto significa que el fondo sólo adquiere acciones cuando así lo requieren los inversionistas, es decir, por el monto de su inversión o con el fin de ajustar el valor del fondo al del índice. Por lo tanto, perdiendo la visión abstracta de un fondo indexado, podría decirse que es una canasta de muchas acciones que se adquieren con el fin de que el título que ampara dicha tenencia de acciones mantenga su valor en relación directa con el valor de la canasta.

⁶¹ *Idem.*

Por tanto, podría decirse que existe un derecho directo de propiedad en dos niveles: el primero, mantiene un inversionista sobre un título del fondo indexado y el segundo otorga dicho título sobre las acciones de aquellas empresas que se encuentran dentro del fondo.

En consecuencia, el inversionista del título de un fondo indexado cuenta con todos los derechos que concede la calidad de accionista de una empresa, sobre todas las empresas del índice de referencia del fondo indexado en cuestión.

Esto es relevante debido a que, si bien el fondo *de iure* no es el propietario de las acciones de las empresas, *de facto* actúa como tal puesto que representa a sus accionistas en las asambleas de las empresas de las cuales son tenedores. Esto implica, por ejemplo, que, si existe un índice como el *S&P 500*, los fondos indexados con dicho índice de referencia tales como el *IVV de BlackRock*, el *VOO de Vanguard* o el *SPY SPDR de State Street*, tendrán acciones de todas las empresas de dicho índice, representando así a los accionistas en sus asambleas.

Lo dicho, lleva a que, por medio de la inversión de una gran cantidad de capital por parte de inversionistas de todo el mundo, dichas administradoras de fondos tengan poder de decisión dentro de todas las empresas que se encuentren en un fondo; en este caso dentro de fondos indexados al *S&P 500*. Aunado a esto, cabe señalar que dicha circunstancia se replica en todo el mundo, incluido México.

En México, por ejemplo, se cuenta con unos instrumentos muy parecidos a los fondos indexados, llamados comúnmente (“*TRACs*”) equivalentes a los *ETFs*, pero sin que sus títulos se intercambien en el *Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC)* por sus siglas en inglés).

Un ejemplo es el *NAFTRAC*, el cual sigue el rendimiento del *S&P/BMV IPC*, sin embargo, conforme a la legislación mexicana, su estructura difiere de la de los fondos ya expuestos. Se trata de un fideicomiso que emite certificados bursátiles fiduciarios indizados; le confieren al tenedor de éstos los mismos derechos que un título de un fondo sobre las acciones que el fideicomiso compra, es decir, derechos sobre una parte alícuota sobre el portafolio dentro del fideicomiso.

En este caso, el fideicomitente es una administradora de fondos como lo son *Vanguard*, *State Street* o *BlackRock*. El fiduciario es una institución financiera como *Nacional Financiera* y el fideicomisario es el conjunto de tenedores de certificados del fideicomiso. De igual manera, se establece una representación común para los tenedores de dichos títulos que, usualmente, recae sobre una institución financiera que sigue las instrucciones de la administradora de fondos.

Todo lo anterior nos lleva a observar que, mediante las inversiones de sus accionistas, las administradoras de fondos indexados tienen un poder sin igual, llevando incluso a tener propiedad común sobre distintas industrias.

II.3.3 Definición de *common ownership*

La teoría de la propiedad común, también conocida como control horizontal, titularidad común o *common ownership*; plantea la tenencia de acciones entre empresas desde un punto de vista de competencia económica. La teoría de propiedad común sugiere que cuando grandes inversionistas poseen acciones en más de una empresa del mismo sector, estas empresas pueden tener menos incentivos para competir entre ellas.

Derivado de dicho control horizontal, las empresas pueden reducir la competencia producir menos productos, subir los precios, reducir la inversión, reduciendo la innovación o limitando la entrada a nuevos mercados.

Dicho término refleja la práctica de inversión de muchos administradores de activos de mantener posiciones de inversión en más de una empresa que compite en el mismo sector. Su creciente ubicuidad se debe al aumento de la participación institucional en los mercados de valores de todo el mundo. En particular, refleja la prevalencia de inversionistas institucionales con estrategias de inversión, tanto activas como pasivas, que implican una importante diversificación de la cartera.

Al respecto, la existencia de propiedad común dentro de diversos mercados e industrias no se encuentra en disputa, sino más bien la influencia que puedan tener

los accionistas en común sobre los consejos de administración y altos directivos de las empresas.

A pesar de esto, décadas de trabajo sobre el gobierno corporativo han puesto de relieve que los directivos se han disciplinado para servir a los intereses de los accionistas mediante una combinación de incentivos a la remuneración de los ejecutivos, el voto de los accionistas, los concursos de control, los mercados de capitales, los mercados laborales y las obligaciones legales. Aunque estos mecanismos no pueden eliminar por completo la holgura de la agencia, sí garantizan que los directivos estén influenciados principalmente por los intereses de sus accionistas. De hecho, como menciona *Elhaug et al*, si los directivos no actúan principalmente en interés de los accionistas, nuestro sistema económico tiene problemas aún mayores que el control horizontal.

Esta teoría, cada vez más vista en la realidad corporativa del mundo, tiene ciertas particularidades. El problema es estructural, pues los accionistas horizontales no se benefician claramente de la competencia entre las empresas en las que invierten. En realidad, el sistema jurídico y económico generan incentivos y castigos para asegurar que la administración de las sociedades sea en interés de sus accionistas.

Por lo tanto, el aumento de las participaciones horizontales conducirá estructuralmente a las empresas a competir menos vigorosamente entre sí. Este efecto anticompetitivo no requiere ninguna comunicación entre las direcciones de las diferentes empresas, porque la dirección de cada empresa tiene sus propios incentivos para competir menos con el fin de complacer a sus propios accionistas, generando mayores utilidades y dividendos para los mismos. El efecto anticompetitivo tampoco requiere ninguna comunicación entre los accionistas y los directivos, porque los directivos saben si sus principales accionistas son horizontales y saben que disminuir la competencia los beneficia.

Debido a esto, en algunos casos dichos incentivos a no competir, ya serían implícitos, por lo que puede que ni siquiera sea necesaria la influencia activa de los accionistas con participaciones diversificadas en un sector para que se produzcan estos efectos, “ya que los directivos de las empresas pueden estar incentivados

para tener en cuenta de forma independiente los intereses financieros de los propietarios comunes de acciones”.⁶²

De acuerdo con Mancini *et al*, una gran parte del debate sobre la posibilidad de que la existencia de propiedad común perjudique a la competencia se centra en dos circunstancias particulares:

- I) En que los inversionistas institucionales con participaciones en una industria tengan un incentivo para frenar la competencia.
- II) En la capacidad de estos de influir en las decisiones del consejo de administración y de la dirección de la empresa, ya sea directamente o a través de incentivos subyacentes no necesariamente explícitos.

Las anteriores circunstancias, en resumen, constituyen los incentivos para frenar la competencia y la capacidad de influencia sobre los consejos de administración y directivos de las empresas que se subdividen en varias categorías.

II.4.2 Fondos indexados y la *common ownership*

Los fondos indexados tienen una íntima relación con la propiedad común debido a que todos sus accionistas mantienen la propiedad tanto de los títulos del fondo, como de las acciones en las cuales invierte el fondo.

Esto conlleva a que los fondos indexados controlen inversiones que, de manera aislada, no representen montos representativos. Sin embargo, millones de inversiones generan conjuntamente cifras que, de manera general, les otorgan un peso importante dentro de las asambleas de accionistas de las principales empresas bursatilizadas del mundo, las cuales se encuentran en los principales índices bursátiles mundiales por volumen de negociación.

De igual forma, las derivaciones de la tenencia accionaria de dichas empresas no terminan en el ámbito nacional, sino que se ramifican a nivel internacional. Por

⁶² Mancini, James y Anita Nyeso, *Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition: OECD Background Paper*, SSRN Electronic Journal OECD, 2017, doi:10.2139/ssrn.3862513, p. 16, [traducción propia].

ejemplo, si una administradora de fondos indexados mantiene una posición accionaria del 8% de una Empresa A que cotiza en el *S&P 500*, es altamente probable que dicha Empresa A tenga subsidiarias en todo el mundo; ya que se trata de una de las 500 empresas con mayor valor de mercado en Estados Unidos. Si esto es así, es probable que la Empresa A mantenga la propiedad de dichas subsidiarias, digamos Empresa AS en Asia, Empresa UE en la Unión Europea y Empresa MX en México.

Al mantener la administradora de fondos indexados una participación accionaria de 8% de dicha Empresa A, conservará así la propiedad no sólo de la Empresa A, sino también la propiedad indirecta de sus subsidiarias alrededor del mundo (*Empresa AS, Empresa UE y Empresa MX*). De igual manera, si sus subsidiarias tienen a su vez ramificaciones de propiedad y son dueñas o adquieren más sociedades, la administradora del fondo indexado mantendrá una posición con capacidad de influir en diversos niveles de dicha cadena.

Un ejemplo de lo anterior, se evidencia con la adquisición de *The Monsanto Company* por parte de *Bayer AG*. La empresa compradora es una empresa que cotiza en la bolsa alemana, listada dentro del índice *DAX Xetra*, el cual contiene a las 30 empresas más grandes por capitalización de mercado que cotizan en la bolsa de valores de Frankfurt. En el 2017, dicha concentración fue notificada a la *COFECE*, la cual decidió condicionar la compra a la venta de la rama de agroquímica y semillas de *Bayer AG*. La compradora de dicha rama fue *BASF SE*, empresa que de igual manera cotiza en bolsa alemana y está listada en el mismo índice bursátil.

En este sentido la *COFECE* encontró que, ambas sociedades cuentan con un solo accionista en común: "*BlackRock*". En este sentido, *BlackRock* contaba con una participación accionaria sobre *Basf SE* de 6.44%, y de 7.08% sobre *Bayer AG*.⁶³

De igual forma, de acuerdo a información de *Vanguard* y *State Street*, ambas mantienen posiciones en *BASF SE* y *Bayer AG*. *Vanguard* reportó en agosto de

⁶³ Versión pública de la resolución del expediente CNT-024-2017 emitida por el Pleno el veinticuatro de mayo de dieciocho, p. 116.

2021 una tenencia accionaria de *BASF SE* de un 4% y de *Bayer AG* de un 3.1%.⁶⁴ En el mismo sentido, *State Street* reportó en marzo de 2019, una tenencia accionaria en ambas empresas sin especificar porcentaje de participación.

Ambas empresas mantienen actividades en México, lo anterior no se trata de una situación limitada al ámbito nacional de cada Estado, sino que va más allá, al encontrarse estrechamente interconectados los mercados bursátiles globales.

Capítulo III. Riesgos a la competencia económica que representan los fondos indexados

III.1 Administradoras de Fondos indexados

Las administradoras de fondos indexados son las instituciones que crean dichos fondos, decidiendo en primer lugar qué índice será referencia del fondo y posteriormente, estructurando las ofertas públicas iniciales (*IPOs* por sus siglas en inglés) para que posteriormente se comercialice en el mercado.

Dichas instituciones gestionan los portafolios de los fondos indexados, comprando y vendiendo acciones del índice cuando así sea requerido por el mercado, además de llevar a cabo una gran cantidad de actividades de administración.

III.1.1 Rol de las administradoras de fondos indexados

El rol que juegan las administradoras de fondos indexados dentro de la problemática de competencia económica es sumamente relevante, ya que son ellas las que pueden generar las conductas anticompetitivas.

Lo anterior debido a que dichas administradoras de fondos indexados tienen poder de sus accionistas para representarlos en las asambleas de accionistas de las empresas dentro del fondo, teniendo así capacidad de influencia dentro de las empresas.

⁶⁴ Hoja informativa Vanguard Germany All Cap UCITS ETF. Disponible en: <https://www.vanguardmexico.com/institucional/productos/documents/31608/MX>

De manera general, la calidad de administradora de un fondo indexado no hace que *ipso facto* existan riesgos a la competencia o efectos anticompetitivos en un mercado, ya que, como se evaluó, en realidad los fondos indexados ofrecen una opción de inversión muy atractiva y beneficiosa para los consumidores de instrumentos de inversión. Sin embargo, dichos fondos pueden generar efectos y conductas anticompetitivas cuando la concentración de activos se vuelve muy grande.

Lo anterior sucede en el momento en que dichas administradoras reciben, por medio de la inversión en sus fondos, miles de millones de dólares que se mantienen bajo su administración, lo cual conlleva a que tengan posiciones muy fuertes dentro de las asambleas de accionistas de las principales empresas en todo el mundo.

Al respecto, el crecimiento de los fondos indexados se ha dado de manera exponencial. En 2016, “los inversionistas de todo el mundo retiraron más de \$300,000 millones de dólares al año de los fondos de gestión activa y colocaron más de \$500,000 millones de dólares al año hacia los fondos indexados. Unos \$11 billones de dólares se invierten ahora en fondos indexados, frente a los \$2 billones de dólares de hace una década. Y a partir de 2019, se invierte más dinero en fondos indexados que en fondos activamente administrados en Estados Unidos”.⁶⁵

Lo anterior ha provocado que el rol que juegan las administradoras de fondos indexados sea de la máxima importancia para la vida corporativa de las principales empresas del mundo, ya que, como se mencionó, existe poder de influencia de las administradoras sobre los consejos de administración y sus decisiones.

III.2.2 Las *Big Three*: su valor e influencia

Tomando en cuenta todo lo ya planteado, nos queda clara la necesidad de analizar a fondo la influencia que las administradoras de fondos indexados, en especial las más grandes, tienen sobre los consejos de administración debido a su poder accionario y los riesgos que esto representa para la competencia.

⁶⁵ Lowrey, Annie. *Could Index Funds Be ‘Worse Than Marxism?’*, *The Atlantic*, 2021. <https://www.theatlantic.com/ideas/archive/2021/04/the-autopilot-economy/618497/>. [traducción propia].

Asimismo, debemos recordar que el término Tres Grandes o *Big Three* hace referencia a la combinación de tres administradoras de fondos indexados: BlackRock, Vanguard y StateStreet. En este sentido, mencionaremos brevemente algunos datos sobre ellas.

III.2.2.1 BlackRock

BlackRock es una administradora de activos con sede en Nueva York, Estados Unidos de América, la cual fue fundada en 1988 por Laurence Douglas Fink y Robert Steven Kapito y cotiza en el *New York Stock Exchange* bajo el símbolo de pizarra BLK. Es considerada la mayor administradora de activos del mundo debido a los altos montos de activos que maneja alrededor del mundo. Su marca más popular de fondos es la de *iShares*, la cual se constituye de diversos ETFs, la gran mayoría indexados.⁶⁶

III.2.2.1 Vanguard

Vanguard es una administradora de activos con sede Pennsylvania, Estados Unidos de América, fundada por John Clifton Bogle en 1975. Es considerada la segunda administradora de activos más grande en el mundo. Su estructura es interesante debido a que los accionistas de los fondos son, a su vez, accionistas de Vanguard y por lo tanto sus dueños. Cuenta con una diversidad de fondos indexados que invierten alrededor del mundo.⁶⁷

III.2.2.1 StateStreet

StateStreet creó en 1977 *StateStreet Global Advisors*, que es una administradora de activos, específicamente de fondos indexados y es considerada la tercer mayor administradora de fondos indexados en el mundo (detrás de BlackRock y Vanguard).⁶⁸

III.2 Riesgo de acuerdos colusorios entre empresas competidoras

⁶⁶ Para mayor información véase <https://www.blackrock.com/mx>.

⁶⁷ Para mayor información véase <https://www.vanguardmexico.com/es/inicio>.

⁶⁸ Para mayor información véase <https://www.statestreet.com/home.html>.

Como se precisó anteriormente, derivado de la existencia de propiedad común en un mercado o industria, existen ciertos incentivos por parte de los inversionistas, en este caso, las administradoras de fondos que ejercen poderes de los inversionistas, para frenar la competencia entre las empresas de cuyas acciones son titulares.

Al respecto, existen dos clases de daños al mercado de competencia derivados de los incentivos que surgen de la propiedad común: los derivados de efectos unilaterales y aquellos derivados de efectos coordinados.

Los efectos unilaterales usualmente se refieren a incrementos de precio, o decremento de calidad, variedad o innovación que una empresa puede implementar tras una fusión sin necesitar coordinarse con sus competidores. En un mercado perfectamente competitivo, una empresa no puede llevar a cabo un incremento unilateral de los precios que la aleje del equilibrio de mercado debido a que los consumidores sustituirán el producto o servicio por aquellos ofertados por los competidores de la empresa, lo cual no sería rentable para ella.

En este sentido, las transacciones que unen empresas por medio de accionistas en común pueden resultar en un tipo de efecto unilateral. En particular, pueden hacer que los cambios unilaterales de precio sean rentables cuando existen accionistas en común, incluso si la transacción no incrementa el poder de mercado particular de las empresas involucradas.

En ese marco, consideremos un ejemplo hipotético en el cual intervienen dos empresas denominadas Empresa A y Empresa B, respectivamente. Antes de la adquisición, si la Empresa A estuviera considerando un aumento unilateral de los precios, este podría no ser rentable debido a que los mayores márgenes derivados de un aumento de precios no serían suficientes para compensar la pérdida de clientes resultante. Sin embargo, con una participación minoritaria de la Empresa B, el cálculo de la Empresa A cambiaría. Algunos de los clientes que abandonan la Empresa A podrían empezar a comprar a la Empresa B, y una parte de los beneficios de esas ventas iría a parar a la Empresa A. De este modo, el lucro cesante derivado de la pérdida de clientes tras la subida de precios podría verse

parcialmente mitigada por la propiedad minoritaria de la Empresa B, contribuyendo a la presión de precios al alza.

A pesar de que dicho ejemplo es sobre propiedad cruzada, los incentivos de éste pueden aplicar a la propiedad común; lo anterior debido a que, si un inversionista posee acciones de la totalidad o una gran parte de las empresas de una industria, la desviación de clientes provocada por el aumento de precios se vuelve rentable. Esto debido a que las pérdidas generadas para una empresa, se convierten en ganancias para la otra.

Al respecto, existen diversos modelos teóricos que han considerado los efectos de la propiedad común en caso de que los directivos de la empresa tengan en cuenta los intereses de los accionistas con inversión horizontal. Estos efectos incluyen una tendencia “a la maximización conjunta de los beneficios y la internalización del impacto sobre el valor de la competencia de decisiones clave, como la investigación y el desarrollo, los litigios, la estrategia de adquisición, la presupuestación del capital, la remuneración ejecutiva, o comportamientos en subastas”.⁶⁹

Estos efectos unilaterales, por lo tanto, serían beneficiosos para los accionistas que tienen propiedad común en empresas de un mismo sector. Sin embargo, existen planteamientos que señalan que, debido a que la propiedad común no sólo se da en una industria sino en varias. Lo anterior tiene como resultado que la propiedad común no sólo sea horizontal, sino vertical. En este sentido, *Azar et al* plantea que los incentivos que pueden tener los accionistas en una industria horizontal se ven contrarrestados debido a su propiedad en otras empresas que son proveedores o clientes de éstas.

A pesar de lo anterior, dichos incentivos no sólo operan para propiedad común de una industria o sector. Si bien el cambio de precio como efecto unilateral puede perjudicar a empresas *aguas abajo*, en las cuales el accionista de la primera sea también accionista de la segunda, existen casos (particularmente sobre colusión) donde han transferido dicho sobreprecio al consumidor final.

⁶⁹ *Azar et al.*, *apud Idem*. [traducción propia].

Esto ha servido de soporte para la llamada “*defensa de pase*”, la cual opera en algunas jurisdicciones como Estados Unidos y la Unión Europea. Consiste en que, al existir una reclamación por daños en materia de competencia por parte de una empresa aguas abajo en contra de unas aguas arriba (generalmente por cometer prácticas monopólicas absolutas), la empresa demandada utiliza la defensa de pase o por transmisión. De esta forma establece que la empresa demandante en realidad no tuvo un daño por el sobreprecio debido a que lo transfirió al consumidor final.

Otra forma en la que la propiedad común podría afectar a la competencia es si incentiva a los inversionistas *de facto*, a facilitar la coordinación entre las empresas de su cartera. Un inversor que posea acciones en varias empresas de un sector podría actuar como el líder que va estableciendo el tono de competencia, pasando información entre las partes y supervisando el cumplimiento de acuerdos, sean tácitos o explícitos. Las ganancias del inversor derivadas de esta conducta serían una parte de las ganancias en exceso de obtenidas por cada empresa.

Esta clase de coordinación, al estilo de una práctica monopólica absoluta o cartel es familiar a las autoridades de competencia, incluida la *COFECE*, debido a que es semejante a las asociaciones industriales en las cuales participan diversos competidores de una industria. En dichas asociaciones, los competidores se reúnen y pueden intercambiar información sensible para el proceso de competencia. Estas asociaciones incluso pueden funcionar como un medio de monitoreo de acuerdos colusorios.

Diversos ejemplos de lo anterior existen en la práctica de competencia en México, uno reciente fue el caso de la *Asociación de Distribuidores de Productos Farmacéuticos de la República Mexicana (DIPROFAR)* dentro del expediente IO-001-2016, en el cual la *COFECE* encontró que los mayores distribuidores de medicamentos en México (competidores entre sí), utilizaban dicha asociación con la finalidad de intercambiar información y establecer mecanismos de monitoreo de acuerdos colusorios.

En este mismo sentido, un reciente estudio académico advertía a los inversionistas con participaciones en empresas competidoras, y a los departamentos de

relaciones con los inversionistas de estas empresas, de abstenerse de hablar de precios y demás información que pudiera facilitar acuerdos colusorios.

Sin embargo, la influencia que juega la propiedad común en la probabilidad de colusión a veces no es tan clara. En mercados muy concentrados, a pesar de existir propiedad común, puede no estar claro que los efectos de una colusión sean directamente relacionados a la propiedad común, ya que las empresas pueden tener incentivos para coludirse de forma independiente a la propiedad común existente. Además, un intento explícito de colusión por parte de un inversionista, especialmente en industrias concentradas, sería fácilmente objeto de incurrir en violaciones a la legislación de competencia, en particular en la comisión de prácticas monopólicas absolutas prohibidas en el artículo 53 de la LFCE.

Esta tendencia de crecimiento de la propiedad común sugiere que tratar a las empresas como tomadoras de decisiones independientes en el mercado de productos puede que ya no refleje adecuadamente las interacciones estratégicas reales entre ellas. De hecho, “hay muchas pruebas anecdóticas que sugieren que los grandes accionistas comunes pueden influir en las decisiones corporativas y en las estrategias del mercado de productos adoptadas por sus empresas cruzadas”.⁷⁰

El *quid* del asunto recae en si la dirección y los miembros del consejo de administración de las empresas vinculadas por la propiedad minoritaria común de acciones actuarán de acuerdo con estos intereses. En este sentido, Posner apoya esta afirmación, declarando que cuando las instituciones tienen incentivos y capacidad para suavizar la competencia, es probable que encuentren la manera de hacerlo.

Profundizando en las formas de influencia de los accionistas comunes, uno de los mecanismos mediante los cuales un inversionista puede incentivar conductas anticompetitivas es mediante el ejercicio de influencia directa en las empresas en

⁷⁰ Jie (Jack) He, Jiekun Huang, *Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings*, *The Review of Financial Studies*, Volume 30, Issue 8, August 2017, p. 2675, Disponible en: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx028>. [traducción propia].

las cuales tiene acciones. A pesar de esto, para que dicha influencia realmente tenga un peso para los consejos de administración de las empresas, el inversionista debe tener control sobre ellas.

Al respecto, se han identificado las dos formas con las que los inversionistas institucionales, mediante las administradoras de sus inversiones como *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street*, pueden ejercer influencia directa sobre los consejos de administración y directivos de las empresas donde son accionistas: voz y voto.

En lo concerniente al voto, los titulares de acciones con derecho a voto, como son las acciones ordinarias (las cuales se comercializan en las bolsas de valores), tienen la facultad de votar en la elección del consejo de administración de la empresa, así como en los cambios fundamentales en la estrategia de la empresa, la estructura de propiedad o las participaciones (por ejemplo, como resultado de una adquisición), así como sobre los paquetes salariales de la alta dirección.

Por lo anterior, los inversionistas que busquen fomentar un comportamiento anticompetitivo o incluso colusorio que beneficie el valor de sus participaciones en un sector (al ser accionistas comunes en varias empresas) podrían, en teoría, utilizar sus votos para fomentar la selección de los miembros del consejo de administración y las estrategias que sean coherentes con este objetivo.

En este sentido, puede que no sea necesaria una participación mayoritaria para que los inversionistas institucionales comunes puedan influir en los resultados de las votaciones. Aunque en muchos casos estos fondos no posean una mayoría absoluta de acciones con derecho a voto en una empresa determinada, su influencia puede ser decisiva, por varias razones potenciales.

Esto es relevante pues, como se verá más adelante, las tres grandes administradoras de fondos indexados tienen montos de participación que cristalizan lo planteado en el párrafo anterior.

Al respecto, los bajos niveles de asistencia a las juntas de accionistas y de participación en las votaciones entre los inversionistas minoritarios no institucionales, como los particulares, podrían amplificar la influencia de los

inversionistas institucionales, al tener un mayor peso por asamblea debido al quórum.

Aunado a esto, los inversionistas institucionales poseen, en muchos casos, proporciones mayores de acciones que el resto de los inversionistas. Por ejemplo, el 25% de las acciones de una empresa puede ser suficiente para el control efectivo si ningún otro accionista posee más del 1%. Por lo tanto, la dispersión de acciones, por ejemplo, una elevada proporción de acciones de libre circulación para su negociación, puede ser factor decisivo en la influencia de los inversionistas institucionales.

Si bien los inversionistas son independientes el uno del otro y en el caso de las administradoras de fondos indexados también; ya que son distintas personas jurídicas, sus incentivos son los mismos.

Si los inversionistas comunes votaran en bloque formando una coalición de voto estable, el impacto marginal de sus votos podría ser decisivo. De hecho, los estudios han descubierto que incluso los inversionistas pasivos ejercen juntos un grado sustancial de influencia sobre las empresas, especialmente en lo que respecta a la gobernanza y la estructura de la propiedad. Además, la confianza de los inversionistas institucionales en un pequeño número de asesores de voto, que analizan las decisiones de voto de los accionistas y hacen recomendaciones, puede aumentar la estabilidad de las coaliciones de voto al asesorar de maneras muy similares a los inversionistas institucionales.

Esto debido a que, en ocasiones, las administradoras de fondos reciben de sus asesores de voto una recomendación en un mismo sentido.

Además de votar, los inversionistas pueden influir en las decisiones de los directivos de las empresas interactuando directamente con ellos. Una encuesta realizada a inversionistas institucionales reveló que “prefieren relacionarse con la dirección y los miembros del consejo de administración en entornos informales, es decir, fuera de las reuniones formales de accionistas para influir en la gestión de la empresa”.⁷¹

⁷¹ O'Brien *et al.*, *apud* Mancini *et al.*, *op. cit.*, p. 22. [traducción propia].

Dichas interacciones pueden ser más frecuentes y de mayor alcance que las votaciones formales de los accionistas ya que no requieren ningún tipo de formalidad, quórum o llevarse a cabo en fechas definidas.

Respecto a esto, existen otras formas en las que los inversionistas utilizan su "voz", entre las cuales incluyen la emisión de declaraciones públicas sobre su curso de acción preferido y la solicitud de representación en el consejo de administración. Las administradoras de fondos de inversión pasivos, como *BlackRock* y *Vanguard*, han destacado sus frecuentes debates directos con la dirección de las empresas de cartera. En un ejemplo de cómo estas discusiones pueden conducir a los impactos de la competencia descritos anteriormente, los representantes de los grandes fondos de inversión de Estados Unidos reunieron en 2016 a los representantes de las empresas farmacéuticas, para animarlos a mantener los niveles de precios presentando un frente unido a los consumidores y a las autoridades.

Esto ha llevado a la existencia de un debate internacional, donde han participado académicos y autoridades de competencia, sobre las implicaciones que tiene dicha teoría en el caso de los fondos indexados y la propiedad común, además de cómo influye en la vasta variedad de empresas e industrias.

La propiedad accionaria de los fondos indexados representa riesgos para la competencia económica, debido a la relación con la propiedad común que conllevan.

Los riesgos precisos que los fondos indexados plantean para competencia son la posibilidad de colusión derivada de la propiedad común como consecuencia de la representación de accionistas en las asambleas de accionistas de las empresas y la falta de obligación de notificación como concentración de las operaciones de compra de acciones que, de manera aislada, no conllevan relevancia, pero de manera conjunta, han otorgado un control a las grandes administradoras de fondos indexados.

Las problemáticas de competencia económica tienen generalmente un resultado dañino para los consumidores, especialmente para aquellos que tienen menos recursos, por ello, el ejercicio de facultades de la COFECE en este sentido es de

suma importancia, ya que como se mostrará, este tema no sólo afecta a un mercado, sino a una gran variedad de ellos.

Es difícil dimensionar el tamaño del problema, debido a que generalmente, no se cuenta con los datos precisos, debido a ciertas obligaciones de confidencialidad en la tenencia accionaria aislada; sobre la cantidad de capital que administran las administradoras de fondos indexados, ni la tenencia accionaria de las tres principales administradoras en las distintas empresas de los índices de referencia de los fondos indexados.

Una característica notable del sector de los fondos indexados pasivos es su alto nivel de concentración”.⁷² El mercado de fondos indexados ha formado parte de la historia de la creación y desarrollo de los fondos indexados, sin embargo, existen cada vez menos participantes, mientras que los que perduran han incrementado su tamaño.

A su vez, el mercado de fondos indexados se ha ido decantando por los *ETFs*, manteniendo ritmos de crecimiento mayor a los fondos mutualistas indexados como se muestra continuación.

⁷² Fichtner, Jan, Heemskerk, Eelke and Garcia-Bernardo, Javier, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, *Business and Politics*, Reino Unido, 19(2), p. 303, Disponible en: https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/30AD689509AAD62F5B677E916C28C4B6/S1469356917000064a.pdf/hidden_power_of_the_big_three_passive_index_funds_reconcentration_of_corporate_ownership_and_new_financial_risk.pdf [traducción propia].

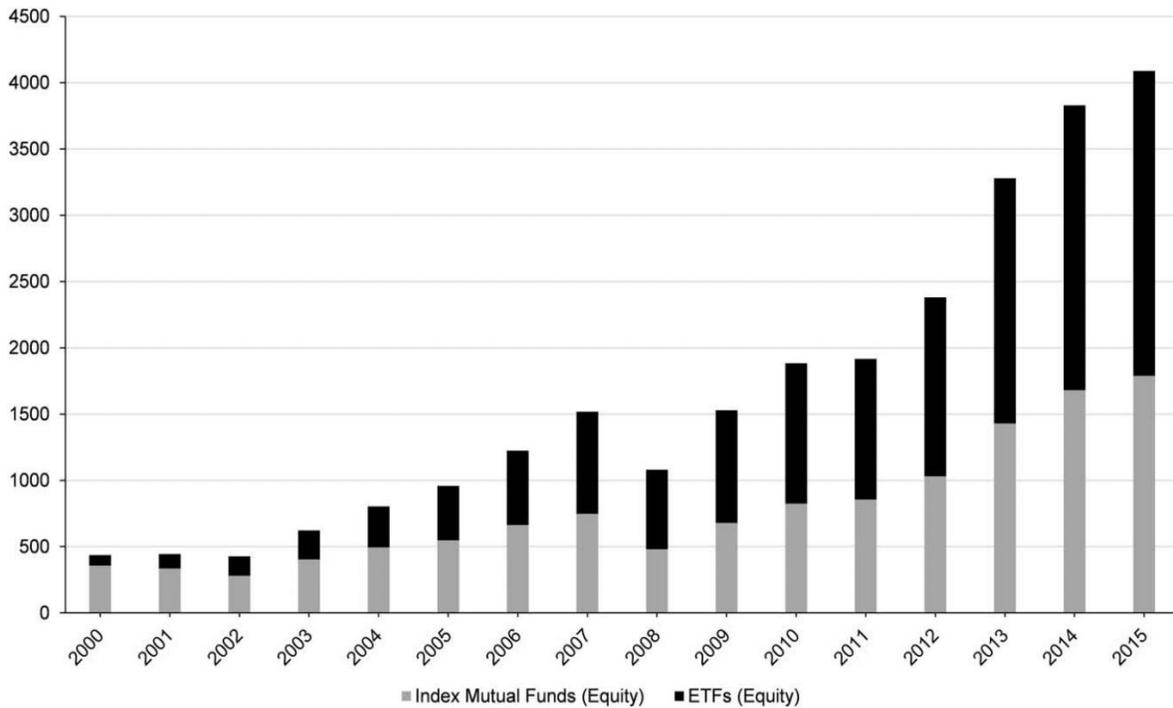


Figura 1. Activos gestionados por los fondos indexados pasivos de renta variable 2000-2015, en miles de millones de dólares estadounidenses.

Fuente: Investment Company Institute Fact Book; BlackRock Global ETP Landscape Report Dic.

2015.⁷³

El nivel de concentración cada vez mayor se da especialmente en el segmento de los *ETFs*, en el cual las cuotas de mercado en diciembre de 2016 habían sido del 37% para *BlackRock*, del 18,5% para *Vanguard* y del 15,5% para *State Street*, respectivamente.

Conforme a lo anterior, estas tres empresas representan un impresionante 71% de todo el mercado de *ETFs*; todos los demás proveedores de *ETFs* tienen cuotas de mercado inferiores al 3,3%. Esto se expresa mejor en el siguiente cuadro.

⁷³ *Figure 1: Assets under management by equity passive index funds 2000–2015, bn U.S.S. Source: Investment Company Institute Fact Book; BlackRock Global ETP Landscape Report, Dec. 2015. Fichtner et al., op. cit., p. 303. [traducción propia].*

Nombre	AUM total	AUM en fondos indexados pasivos	Cuota de fondos indexados pasivos
<i>BlackRock</i>	2,644	2,166	81.3%
<i>Vanguard</i>	2,270	1,839	81.1%
<i>State Street</i>	1,377	1,275	96.9%
Fidelity	1,004	170	16.9%
Invesco	377	85	22.5%
T. Rowe Price	337	30	8.9%
BNY Mellon	247	14	6.9%
Capital Group	838	0	0%
Wellington Mgmt.	476	0	0%
JP Morgan Chase	342	0	0%
Affiliated Managers	336	0	0%
Franklin Templeton	297	0	0%
Goldman Sachs	254	0	0%
Dimensional F. Adv.	245	0	0%
Legg Mason	204	0	0%

Figura 2. Fuente: Para elaborar este cuadro se recopilamos datos sobre los activos bajo administración (*AuM* por sus siglas en inglés) de las páginas web de los mayores gestores de activos (en su mayoría informes trimestrales), mientras que *Vanguard* ha facilitado la información por correo electrónico. Algunas empresas, como *Fidelity*, no han respondido y, por lo tanto, también hemos utilizado la base de datos de fondos de *Morningstar* para calcular el *AuM* aproximado invertido en fondos indexados pasivos.⁷⁴

Nota: Clasificados según el *AuM* en fondos de índice pasivos; se ha supuesto que los fondos multiactivos invierten un 60% en renta variable y un 40% en renta fija.⁷⁵

El cuadro ofrece una presentación de las principales administradoras de activos estadounidenses en renta variable (muchas de las cuales cuentan con subsidiarias en México y otros países) e ilustra que *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street* dominan el sector de los fondos indexados pasivos.

La realidad que refleja es que juntas, las *Big Three* o Tres Grandes, gestionan más del 90% de todos los *Activos bajo Gestión (AuM)* en fondos pasivos de renta

⁷⁴ *Source: In order to compile this table, we have collected data on assets under management (AuM) from the websites of the largest asset managers (mostly quarterly reports), while Vanguard has supplied us with the information via email. Some firms, such as Fidelity, have not replied and therefore we have also used the Morningstar fund database to compute the approximate AuM invested in passive index funds*". Fichtner et al., *op. cit.*, p. 304. [traducción propia].

⁷⁵ "Note: Ranked according to AuM in passive index funds; multi-asset funds have been assumed to invest 60% in equities and 40% in bonds". *Idem.* [traducción propia].

variable. El porcentaje de activos gestionados en fondos pasivos supera ampliamente el 80% en el caso de *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street*, lo que las convierte en los hechos, en las únicas tres gestoras de activos pasivamente administrados del mercado. Por lo tanto, nos referiremos a ellas como las Tres Grandes administradoras de activos pasivamente administrados.

Según *Bebchuk* y *Hirst* en su obra *The Specter of the Giant Three* son tres los factores fundamentales que explican la fortaleza de este mercado y que a la vez le auguran un futuro con un alto nivel de concentración:

- I) Economías de escala: son inherentes al funcionamiento de un fondo que sigue un índice. Por ejemplo, un *ETF* con activos de \$10,000 millones de dólares tendría cien veces más activos bajo gestión que un *ETF* con activos de \$100 millones de dólares que siguiera el mismo índice, pero los costes de explotación del primero serían probablemente cien veces menores que el coste de explotación del segundo. Estas economías de escala proporcionan al operador del *ETF* de \$10,000 millones de dólares una ventaja estructural sobre el operador del *ETF* de \$100 millones de dólares: el primero puede cobrar a los inversionistas un ratio de gastos mucho menor para cubrir los costes. Esto llevaría a los inversionistas, actuando de manera racional, a invertir en los fondos indexados con menos costes.
- II) Activos y liquidez de los *ETFs*: un *ETF* con más activos tiene una ventaja sustancial sobre un *ETF* que sigue el mismo índice con menos activos, no sólo porque el *ETF* más grande tiene menores costes operativos como porcentaje de los activos (como se ha descrito anteriormente), sino también porque el *ETF* más grande ofrece a los inversionistas beneficiosas ventajas de liquidez.

Por razones obvias, lo consecuente es que un *ETF* con menos activos tenga una menor liquidez y unos diferenciales entre oferta y demanda más importantes que un *ETF* de mayor tamaño; lo que reducirá la rentabilidad total que el inversor obtendrá de la tenencia del *ETF*. Por lo tanto, los gestores de fondos indexados que han disfrutado de una ventaja por ser los primeros y que actualmente gestionan *ETFs* con mayores volúmenes de

activos pueden ofrecer a los inversionistas ventajas de liquidez que los gestores de fondos indexados que gestionan *ETFs* que siguen el mismo índice, pero con menos activos simplemente no pueden emular.

- III) Dificultad de la disrupción: en algunos mercados, los líderes del mercado se enfrentan a riesgos significativos de perder su dominio si un rival desarrolla un producto disruptivo que los clientes prefieren y que el titular no es capaz de replicar rápidamente. Sin embargo, no es el caso de las Tres Grandes administradoras de fondos indexados, ya que la naturaleza de las ofertas de fondos indexados es tal que, si los inversionistas muestran interés por un producto indexado que no ofrecen actualmente las Tres Grandes, éstas pueden ofrecer rápidamente un producto competidor muy similar. Esta capacidad de los actores dominantes para replicar rápidamente cualquier producto en el que los inversionistas muestren interés contribuye a proteger el dominio continuado de los principales actores existentes.⁷⁶

En este sentido, en un documento reciente, los profesores John Adams, Darren Hayunga y Sattar Mansi aportan pruebas empíricas de la existencia de importantes economías de escala en el rendimiento de los fondos indexados. Los autores explican que esto se debe en parte a que hay algunos elementos de costes fijos para los fondos de inversión que pueden dividirse entre una base de activos mayor en el caso de los fondos grandes, incluyendo la administración, las comisiones de negociación de los agentes, la administración y el *marketing*.

Dicho lo anterior, es de esperarse que los inversionistas que se planteen invertir en un *ETF* tendrán en cuenta no sólo las comisiones cobradas por el gestor de la inversión, sino también los diferenciales entre oferta y demanda a los que se enfrentará el inversor cuando adquiera y disponga de su inversión en el *ETF*.

Por ello, se puede decir que las ventajas de liquidez de los *ETFs* que ya cuentan con abundantes activos gestionados pueden considerarse una fuente de beneficios

⁷⁶ Bebhuk et al., *op. cit.*, p. 12. [traducción propia].

de red, y desde hace tiempo se considera que tales beneficios favorecen y protegen a las empresas titulares ante otros competidores que no cuentan con los mismos.

Continuando con el análisis de la concentración del mercado de fondos indexados, el cuadro que figura a continuación recoge los activos gestionados de los cincuenta mayores *ETFs* de renta variable. Estos *ETFs* , mantienen en conjunto más de \$1,800 millones de dólares, y el mayor *ETF* -el *SPDR S&P 500 ETF*- tiene más de un cuarto de billón de dólares. Al respecto, los cincuenta mayores *ETFs* por cantidad en administración, están dominados por *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street*, que gestionan 20, 16 y 9 de los 50 mayores *ETFs* respectivamente. Sólo cinco de los cincuenta mayores *ETFs* (y sólo uno de los treinta mayores *ETFs*) son operados por gestores distintos de las Tres Grandes. De hecho, estos gestores pertenecientes a las Tres Grandes administran menos del 7% de los activos de los 50 mayores *ETFs*.

ETF	AUM	Administrador
1. SPDR S&P 500 ETF	\$251.48	SSGA
2. iShares Core S&P 500 ETF	\$155.17	BlackRock
3. Vanguard S&P 500 ETF	\$99.00	Vanguard
4. Vanguard Total Stock Market ETF	\$99.00	Vanguard
5. Vanguard FTSE Developed Markets ETF	\$66.34	Vanguard
6. Invesco QQQ	\$65.72	Non-Big 3
7. iShares MSCI EAFE ETF	\$63.77	BlackRock
8. Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	\$55.89	Vanguard
9. iShares Core MSCI EAFE ETF	\$53.81	BlackRock
10. iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	\$49.67	BlackRock
11. iShares Core S&P Mid-Cap ETF	\$44.93	BlackRock
12. Vanguard Value ETF	\$43.03	Vanguard
13. iShares Russell 2000 ETF	\$42.96	BlackRock
14. iShares Russell 1000 Growth ETF	\$40.42	BlackRock
15. iShares Core S&P Small-Cap ETF	\$40.38	BlackRock
16. iShares Russell 1000 Value ETF	\$38.62	BlackRock
17. Vanguard Growth ETF	\$34.36	Vanguard
18. Vanguard Real Estate Index Fund	\$30.85	Vanguard
19. Vanguard Dividend Appreciation ETF	\$30.37	Vanguard
20. iShares MSCI Emerging Markets ETF	\$29.69	BlackRock
21. Financial Select Sector SPDR Fund	\$25.68	SSGA
22. Vanguard Mid-Cap Index ETF	\$22.45	Vanguard
23. Vanguard Small Cap ETF	\$22.18	Vanguard
24. Vanguard High Dividend Yield ETF	\$22.07	Vanguard
25. Vanguard FTSE All-World ex-US ETF	\$21.21	Vanguard
26. SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	\$21.13	SSGA
27. iShares S&P 500 Growth ETF	\$20.91	BlackRock
28. Health Care Select Sector SPDR Fund	\$19.66	SSGA
29. Vanguard Information Technology ETF	\$19.10	Vanguard
30. iShares Edge MSCI Min Vol USA ETF	\$18.96	BlackRock
31. Technology Select Sector SPDR Fund	\$18.72	SSGA
32. SPDR S&P MidCap 400 ETF	\$18.06	SSGA
33. iShares Russell 1000 ETF	\$17.24	BlackRock
34. iShares Select Dividend ETF	\$17.10	BlackRock
35. iShares Russell Midcap ETF	\$17.02	BlackRock
36. SPDR S&P Dividend ETF	\$16.10	SSGA
37. iShares MSCI Japan ETF	\$15.86	BlackRock
38. iShares Core S&P Total U.S. Stock Market ETF	\$15.71	BlackRock
39. Schwab International Equity ETF	\$15.02	Non-Big 3
40. iShares S&P 500 Value ETF	\$15.00	BlackRock
41. iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	\$14.99	BlackRock
42. Energy Select Sector SPDR Fund	\$14.69	SSGA
43. iShares U.S. Preferred Stock ETF	\$14.21	BlackRock
44. Invesco S&P 500® Equal Weight ETF	\$14.20	Non-Big 3
45. Schwab U.S. Large-Cap ETF	\$14.12	Non-Big 3
46. Vanguard FTSE Europe ETF	\$13.68	Vanguard
47. Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	\$12.99	SSGA
48. Vanguard Large Cap ETF	\$12.65	Vanguard
49. Schwab U.S. Broad Market ETF	\$12.59	Non-Big 3
50. Vanguard Small Cap Value ETF	\$12.39	Vanguard
<i>Total</i>	\$1,851.17	

Lo anterior, no sólo es relevante debido al control que ejercen dichas administradoras de fondos indexados sobre las empresas listadas en los índices bursátiles, sino que también, lo es porque han adquirido un poder muy superior al de sus competidores dentro del mercado de fondos indexados y demuestra una concentración de mercado altísima.

III.2 Riesgo de acuerdos colusorios entre empresas competidoras

Como se ha mencionado, el mercado de fondos indexados se encuentra sumamente concentrado; esta característica hace crecer aún más la inversión por parte del público inversionista en las administradoras más grandes del mercado, lo que a su vez otorga mayor poder a éstas en las asambleas de accionistas al tener una titularidad *de facto*.

En las subsecuentes páginas se mostrará que dicha concentración en la titularidad de las acciones administradas por las grandes administradoras de fondos indexados, puede tener consecuencias negativas para la competencia económica, las cuales no se han detectado de manera oportuna debido a ciertas deficiencias en la legislación de competencia económica de todo el mundo y particularmente, en la legislación mexicana; específicamente en materia de notificación de concentraciones conforme a lo establecido en el Título III, Capítulo I, referente al Procedimiento En La Notificación De Concentraciones de la LFCE.

III.2.1 Influencia de la titularidad de acciones de las Big Three

Como se mencionó, las administradoras de fondos indexados se encargan de gestionar todo lo relativo a sus fondos, tanto en la compra y venta de acciones, como el pago de dividendos y, lo más importante para este trabajo, la representación de los accionistas en las asambleas de accionistas de las empresas.

⁷⁷ Table 2. *Fifty Largest ETFs by Assets Under Management (“AUM”)*. Bebchuk et al., *op. cit.*, pp. 9-10. [traducción propia].

Al respecto, debemos enfocarnos en dos dimensiones centrales de la propiedad de los inversionistas institucionales sobre las acciones de las empresas: la amplitud y la profundidad. En este sentido, un inversor tiene una propiedad amplia cuando invierte en un gran número de empresas. Además de esta dimensión de “*amplitud*”, también es importante tener en cuenta la escala de “*profundidad*” de la propiedad, es decir, el tamaño de las participaciones individuales. Por lo tanto, la amplitud y la profundidad juntas proporcionan una imagen completa del perfil de propiedad de un inversor.

Dicho lo anterior, un hecho es que este amplio y creciente sector se encuentra dominado por sólo tres empresas de gestión de activos: *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street*. De acuerdo con Fichtner *et al*, en los últimos años adquirieron importantes participaciones, tanto en amplitud como en profundidad, en miles de empresas que cotizan en bolsa, tanto en Estados Unidos como a nivel internacional. El auge de los fondos indexados está conduciendo a una marcada concentración de la propiedad de las empresas en manos de las Tres Grandes.

Ciertamente, cada una de las administradoras de fondos indexados tienen características particulares, ya que a pesar de que las Tres Grandes tienen en común que son administradoras de activos pasivamente administrados particularmente de fondos indexados, son bastante diferentes en sus propias estructuras de gobierno corporativo.

Al respecto, Fichtner *et al* señalan que *BlackRock* es la mayor de las Tres Grandes y constituye la mayor gestora de activos del mundo. A mediados de 2016, *BlackRock* contaba con \$4,5 billones de dólares estadounidenses en activos gestionados. *BlackRock* es una empresa que cotiza en bolsa y, por tanto, se encuentra bajo la presión de maximizar los beneficios para sus accionistas.

Por otro lado, *Vanguard* —con \$3,6 billones de dólares en activos gestionados a mediados de 2016— es actualmente el gestor de activos de más rápido crecimiento de las Tres Grandes. En 2015, el grupo tuvo entradas de \$236,000 millones de dólares, el mayor flujo anual de dinero hacia una gestora de activos de todos los tiempos.

La principal razón del elevado crecimiento de *Vanguard* es que tiene la estructura de comisiones más baja de todo el sector de la gestión de activos. *Vanguard* es propiedad mutua de sus fondos individuales y, por tanto, en última instancia, de los inversionistas en estos fondos. En consecuencia, el grupo no se esfuerza por maximizar los beneficios para los accionistas externos, sino que opera "a coste", lo que permite a *Vanguard* ofrecer las comisiones más bajas del sector. *Vanguard* fue pionera en la inversión pasiva al crear el "Primer fideicomiso de inversión de índice" en 1975, sin embargo, este enfoque de inversión fue atacado como "antiamericano" en su momento.

Finalmente, *State Street* es ligeramente más pequeña que *BlackRock* y *Vanguard*, pero sigue siendo una de las mayores gestoras de activos mundiales. A mediados de 2016, contaba con \$2,3 billones de dólares estadounidenses en activos gestionados.

La indexación, de acuerdo a McLaughlin *et al*, ha representado un éxito arrollador para estas tres empresas de fondos en la actualidad. *BlackRock Inc*, es conocida por su marca *iShares* de fondos indexados cotizados, tiene \$7 billones de dólares bajo gestión.

Del mismo modo, el pionero de los fondos indexados, *Vanguard Group Inc.*, tiene \$5,6 billones de dólares y la tercera empresa de fondos indexados, *State Street Corp.*, gestiona \$2,9 billones de dólares. Estas empresas también gestionan fondos activos, pero juntas tienen alrededor del 80% de todo el capital de fondos indexados.

En este sentido, sus participaciones demuestran tenencias accionarias que, en su conjunto, generan un poder considerable en las asambleas de accionistas y que ha ido en incremento. Al respecto, *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street* poseen en conjunto el 18% de las acciones de *Apple Inc*, frente al 7% de finales de 2009. De los cuatro mayores bancos de EE.UU., las compañías de fondos poseen conjuntamente el 20% de *Citigroup*, el 18% de *Bank of America*, el 19% de *JPMorgan Chase* y el 19% de *Wells Fargo*. El fenómeno puede ser aún más pronunciado para las empresas más pequeñas. Las Tres Grande poseen el 28% de *Cabot Microelectronics Corp.*, una empresa de Aurora (Illinois) que vende materiales

a los fabricantes de semiconductores y que tiene un valor de mercado de \$4,000 millones de dólares.⁷⁸

De igual forma, se aprecia de lo anterior que la participación accionaria va más allá de darse entre dos o tres competidores, como se da por ejemplo en la propiedad cruzada, la cual es vigilada por un gran número de autoridades de competencia del mundo. Incluso va más allá de la propiedad horizontal dentro de una industria como se mencionó anteriormente. Se trata, por lo tanto, de la propiedad generalizada de acciones de empresas de todos los mercados e industrias que coticen en los índices bursátiles.

Esto se puede observar en la siguiente figura, tomando en cuenta el índice *Standard & Poor's 500 (S&P 500)*, considerado el índice más representativo de la situación de mercado de Estados Unidos, pues engloba a las 500 empresas con mayor capitalización de mercado del mercado bursátil estadounidense.

Cabe señalar, que esto es relevante para el mercado mexicano, pues muchas de estas empresas tienen presencia en el país. Si bien no necesariamente en el mercado bursátil, sí tienen presencia comercial, ya sea vendiendo productos u ofreciendo servicios dentro del mercado mexicano.

⁷⁸ McLaughlin, David and Annie Massa, *The Hidden Dangers of The Great Index Fund Takeover*. *Bloomberg Businessweek*, 2020, <https://www.bloomberg.com/news/features/2020-01-09/the-hidden-dangers-of-the-great-index-fund-takeover> [traducción propia].

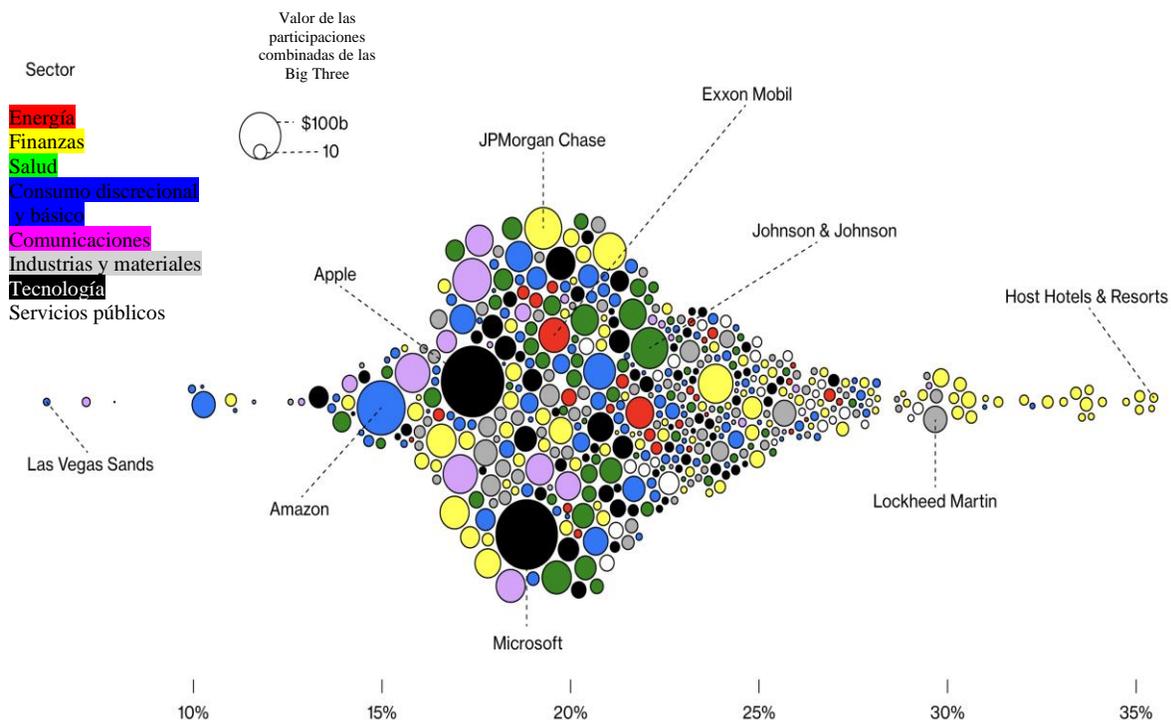


Figura 4. La participación de las Tres Grandes en las empresas estadounidenses.

A medida que los inversionistas se amontonan en los fondos indexados, *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street* se han convertido en los principales accionistas de muchas empresas públicas. Con una participación combinada que oscila entre el 35,5% de *Host Hotels & Resorts* y el 6,1% de *Las Vegas Sands*, las Tres Grandes poseen una media del 22% de la empresa típica del *S&P 500*.⁷⁹

Como se observa, de manera muy marcada, las Tres Grandes mantienen una participación de entre el 5% y el 35% de acciones de las empresas que cotizan en el *S&P 500*. De igual forma, se observa que el grueso de las empresas se encuentra bajo un control accionario de entre 10% y 30%, mientras que la titularidad minoritaria va de entre el 5% al 9% y de 31% al 35%.

Esto demuestra que las Tres Grandes mantienen una administración de las acciones en sus fondos bastante importante en una gran mayoría de empresas en dicho índice. Estas empresas, como se mencionó, cuentan con una presencia muy

⁷⁹ “*The Big Three’s Stake in Corporate America. As investors pile into index funds, BlackRock, Vanguard, and State Street have become the leading shareholders in many public companies. With combined ownership ranging from 35.5% at Host Hotels & Resorts to 6.1% at Las Vegas Sands, on average the Big Three own 22% of the typical S&P 500 company*”. McLaughlin et al, *op. cit.* [traducción propia].

importante a nivel mundial y para efectos de este trabajo en México. Utilizándolas como ejemplo estas son las diez mayores empresas que cotizan en dicho índice: *Apple Inc.*, *Microsoft Corp.*, *Amazon.com Inc.*, *Facebook Inc.*, *Alphabet Inc.*, *Berkshire Hathaway Inc.*, *JP Morgan Chase & Co.*, *Tesla Inc.*, y *Johnson & Johnson*. Todas ellas tienen o han tenido presencia en México, lo cual nos muestra que dicha participación accionaria debe preocuparnos no sólo en Estados Unidos, sino también en nuestro país.

De igual forma, dicha participación accionaria ha tenido un incremento directamente proporcional al aumento de capital de inversión en los fondos indexados que se ha dado, principalmente de 2008 a la fecha.

Esto se puede apreciar en la participación accionaria en los índices *S&P 500* y en el *Russell 3000 Companies* (el cual busca ser el punto de referencia de la totalidad del mercado bursátil estadounidense, midiendo el rendimiento bursátil de las 3,000 empresas públicas más grandes de dicho mercado por capitalización de mercado, representando el 98% del mercado bursátil estadounidense).

En este sentido, la siguiente tabla muestra un crecimiento espectacular en el número de posiciones del 5% o más mantenidas por las Tres Grandes. Mientras que, en 2007, *Vanguard* sólo tenía quince posiciones de este tipo en empresas del *S&P 500*, en 2017, *Vanguard* tenía posiciones de este tipo en prácticamente todo el *S&P 500*, lo que supone un aumento de más de 30 veces.

Aunado a esto, el número de posiciones del 5% o más en empresas del *S&P 500* mantenidas por *BlackRock* y *State Street* se triplicó cada una en el mismo periodo, pasando de 165 a 488 (casi todo el *S&P 500*) en el caso de *BlackRock*, y de 41 a 130 en el de *State Street*. El número total de posiciones en el *S&P 500* de un 5% o más en manos de las Tres Grandes se ha multiplicado por más de cinco, de 221 en 2007 a 1,118 en 2017.

De igual forma, el Panel 2 muestra un crecimiento similar para el *Russell 3000*. El número total de posiciones del 5% o más en manos de las Tres Grandes se ha multiplicado por más de tres durante la última década, pasando de 1,481 a 4,608 en 2017.

Panel 1: Empresas de S&P 500				
<i>Año</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>	<i>Combinadas</i>
2007	165	15	41	221
2012	328	193	103	624
2017	488	500	130	1,118

Panel 2: Empresas de Russell 3000				
<i>Año</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>	<i>Combinadas</i>
2007	1,267	131	83	1,481
2012	1,967	1,251	169	3,387
2017	2,344	2,059	205	4,608

Figura 5. Número de puestos del 5% o más ocupados por las Tres Grandes.⁸⁰

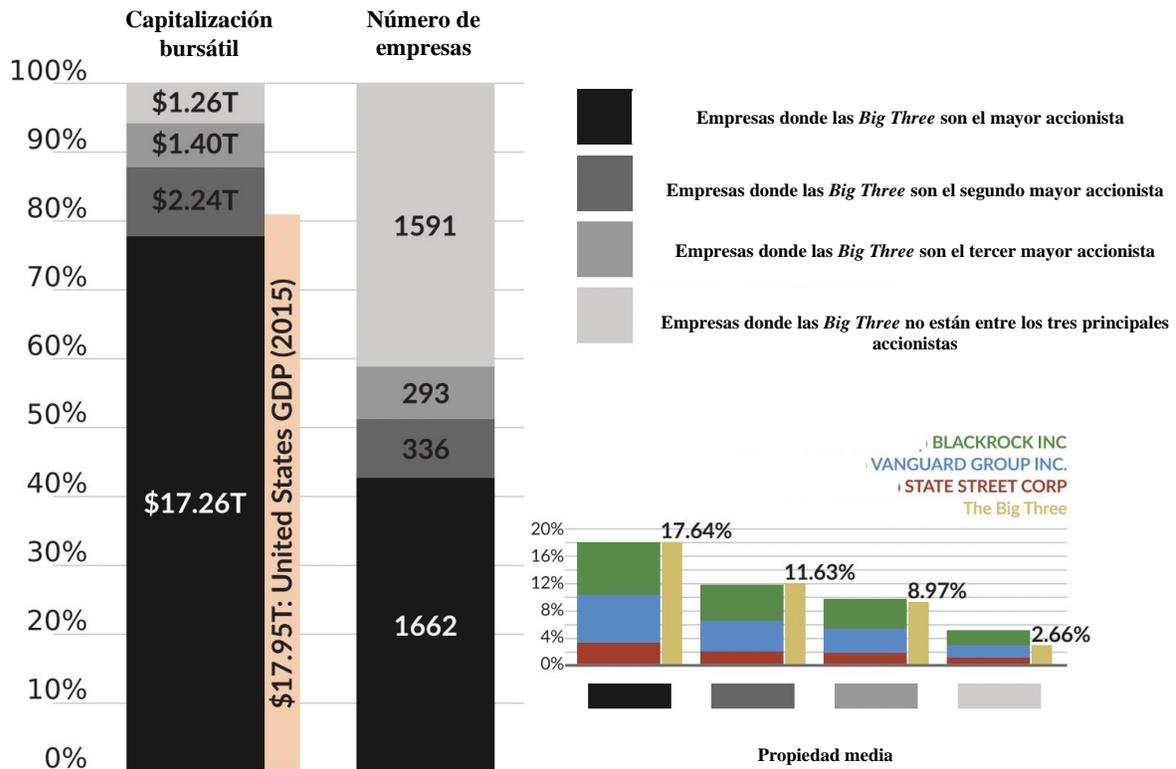
Cabe señalar que, en 2017, las Tres Grandes mantenían una participación media combinada que superaba el 20% de las empresas del S&P 500 y el 16,5% de las empresas del *Russell 3000*. Además, prácticamente todas las empresas del S&P 500, y más de dos tercios de las empresas del *Russell 3000*, tenían dos posiciones del 5% o más en manos de dos de las Tres Grandes, y muchas de esas empresas tenían posiciones del 5% o más en manos de cada una de las Tres Grandes.

Los datos recientes muestran de manera contundente que dicho crecimiento sólo se ha incrementado respecto de las posiciones accionarias que las Tres Grandes mantienen en las empresas de dichos índices, especialmente dentro del S&P 500, como se muestra en la siguiente figura.

Figura 6: Estadísticas sobre la propiedad de las Tres Grandes en las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa.

⁸⁰ Bechbuk et al., *op. cit.*, pp. 15-16. [traducción propia].

Fuente: Cálculos de los autores basados en Orbis.⁸¹



Cuando se restringe en análisis de propiedad accionaria de las Tres Grandes al índice bursátil fundamental *S&P 500*; combinadas constituyen el mayor propietario en 438 de las 500 corporaciones estadounidenses más importantes, o aproximadamente en el 88% de todas las empresas miembro del índice.

La anterior cifra no tiene precedente alguno en la historia, ya que estas 438 empresas representan alrededor del 82% de la capitalización total de mercado del *S&P 500*.

Esto cambia para las grandes empresas debido a que, en aquellas en las cuales las Tres Grandes no son los principales accionistas, suelen estar dominadas por particulares, como es el caso de *Alphabet* (Sergey Brin y Larry Page), *Berkshire Hathaway* (Warren Buffett), *Amazon.com* (Jeff Bezos), *Facebook* (Mark

⁸¹ *Statistics about the ownership of the Big Three in listed U.S. companies. Source: Authors calculations based on Orbis. Fichtner et al., op. cit., p. 314. [traducción propia].*

Zuckerberg), *Walmart* (familia Walton), *Oracle* (Larry Ellison), *Comcast* (familia Roberts) y *Kraft-Heinz* (Berkshire Hathaway y 3G Capital). Sin embargo, en la gran mayoría de las empresas del *S&P 500*, las Tres Grandes combinadas representan el mayor propietario accionario.

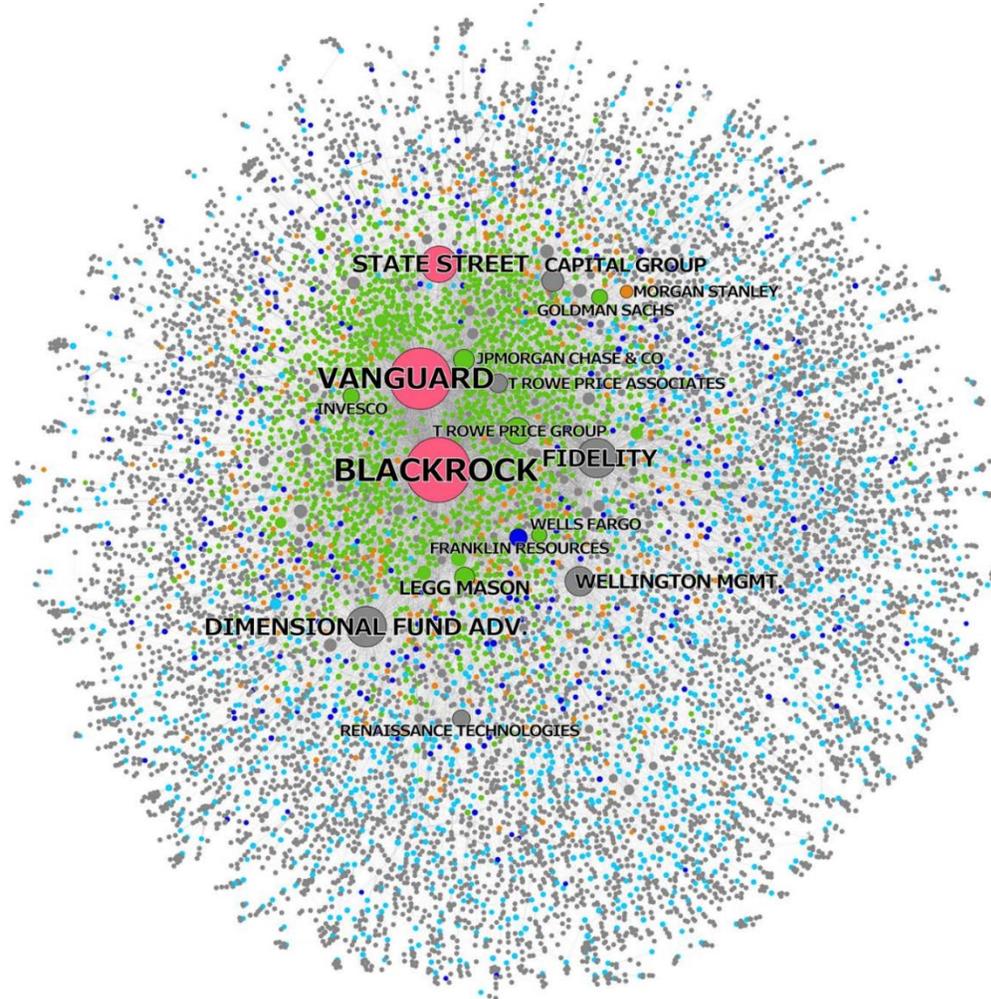
En este sentido, las Tres Grandes mantienen la representación de los accionistas en las asambleas de las empresas, lo cual les otorga la calidad de propietarios *de facto* como se ha expresado anteriormente. Esto plantea un problema de competencia debido a que las tres administradoras tienen incentivos afines (que se verán más adelante) tendientes a la coordinación de posturas de votos en dichas asambleas.

Lo anterior no quiere decir que las Tres Grandes no cuenten con titularidad accionaria muy elevada en dichas empresas, sino que no representan ser el accionista mayoritario por las razones expuestas en el párrafo anterior. Dicha situación histórica puede ser más visible con la siguiente figura, la cual plantea la red de propiedad y control que mantienen las Tres Grandes sobre las empresas que cotizan en el mercado bursátil estadounidense.

Figura 7: Red de propiedad y control de las Tres Grandes en las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa.

Fuente: Autores, a partir de la base de datos Orbis.

Nota: Sólo se incluyen los vínculos con una participación superior al 3%.⁸²



En este sentido, el tamaño de un nodo en la visualización puede interpretarse como el potencial poder accionario del propietario concreto dentro de la red de control de empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos esto es, la cantidad de acciones con la posibilidad de ejercicio de derechos de voz y voto dentro de las empresas del mercado bursátil.

⁸² *Network of ownership and control by the Big Three in listed U.S. firms. Source: Authors, based on Orbis database. Note: Only ties of >3% ownership are included. Fichtner et al., op. cit., p. 315. [traducción propia].*

Así, cuando se ven juntas, las Tres Grandes mantienen una posición de poder potencial sin rival sobre las empresas estadounidenses (lo anterior se repite en los distintos mercados de valores en donde existen fondos indexados de las Tres Grandes). Cabe señalar que esta posición de poder es potencial debido a que la condición *sine qua non* para su ejecución es el ejercicio de los derechos accionarios que concede dicha propiedad.

De igual manera, el siguiente cuadro presenta los quince mayores titulares mundiales de bloques de participación accionaria del 3% en empresas que cotizan en bolsa: cuanto mayor es el número de participaciones, más amplio es el perfil de propiedad de la administradora de activos. Además, se muestran tres niveles diferentes de profundidad de la propiedad: >3%, >5% y >10% de participación en bloques.

Figura 8: Los 15 principales accionistas globales de la propiedad corporativa, marzo de 2016.

Rango	Nombre (País)	Participaciones > 3%	Participaciones > 5%	Participaciones > 10%
1	<i>BlackRock (U.S.)</i>	3,648	2,632	375
2	<i>Vanguard (U.S.)</i>	2,821	1,855	163
3	Fidelity (U.S.)	1,956	1,309	506
4	Dim. Fund Adv. (U.S.)	1,708	590	4
5	<i>State Street (U.S.)</i>	1,113	281	13
6	Capital Group (U.S.)	844	528	121
7	Wellington Mgmt. (U.S.)	765	480	117
8	JP Morgan Chase (U.S.)	745	311	49
9	Franklin Templeton (U.S.)	743	440	117
10	T. Rowe Price (U.S.)	685	399	124
11	Invesco (U.S.)	601	289	85
12	Affiliated Mgrs. (U.S.)	562	248	40
13	Schroders (U.K.)	532	355	108
14	Legg Mason (U.S.)	527	252	49
15	Morgan Stanley (U.S.)	458	217	34

Fuente: Autores, a partir de Orbis.

Nota: Clasificación según el 3% de participaciones en bloque; las Tres Grandes en cursiva. Las participaciones del >10% están también incluidas en el >5% y así sucesivamente.⁸³

Como se aprecia del cuadro anterior, *BlackRock* y *Vanguard* son, con una gran diferencia, los mayores propietarios de bloques en las empresas cotizadas de acuerdo con los umbrales del 3% y del 5%. Estas participaciones en bloque están situadas en varios países del mundo; la mayoría, sin embargo, está en Estados Unidos, (lo cual también tiene repercusiones en México).

Se observa que *BlackRock* cuenta con alrededor de 2,000 participaciones del 5% en Estados Unidos; una cifra nada despreciable considerando que en total sólo hay unas 3,900 empresas estadounidenses que cotizan en la bolsa de valores. Esto significa que *BlackRock* posee bloques de propiedad accionaria de 5% en más de la mitad de todas las empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos.

Es relevante mencionar que esto es mucho más que hace cinco años; según Davis, en 2011 *BlackRock* poseía aproximadamente 1,800 bloques del 5% en Estados Unidos.⁸⁴

En segundo lugar, las propiedades accionarias de *Vanguard* también se concentran principalmente en Estados Unidos, ya que de las 1,855 participaciones en bloque del 5%, unas 1,750 están en empresas cotizadas estadounidenses. Como muestra el cuadro anterior, tanto *BlackRock* como *Vanguard* poseen relativamente pocos bloques del 10%; el primero posee unas 300 de estas posiciones en empresas cotizadas estadounidenses y el segundo sólo 160.

En tercer lugar, *State Street* es mucho menor en las grandes participaciones en bloque, ya que su perfil de propiedad es más estrecho y menos profundo. Al respecto, con unas 1,000 participaciones del 3% en empresas estadounidenses, *State Street* es el quinto gestor de activos más importante en el segmento de estas pequeñas participaciones en bloque (aunque sea la tercera administradora de

⁸³ Source: Authors, based on Orbis. Note: Ranked according to 3% blockholdings; Big included in the >5% and so on. Three in italics. The >10%holdings are also. Fichtner et al., *op. cit.*, p. 312. [traducción propia].

⁸⁴ Davis *apud Idem*.

fondos indexados). Por encima del umbral del 5%, sin embargo, *StateStreet* sólo tiene 260 bloques en sociedades cotizadas estadounidenses, y 12 por encima del nivel del 10%.

Estos gráficos y figuras otorgan una buena impresión del hecho de que somos testigos de una concentración de la propiedad corporativa, no vista desde los días de J.P. Morgan y J.D. Rockefeller. Sin embargo, estos capitalistas financieros de la edad dorada ejercieron su poder sobre las empresas directa y abiertamente, a través de los miembros de los consejos de administración y los directivos interconectados. Este no es el caso de las Tres Grandes, debido a que, como se ha mencionado ya, dicha titularidad accionaria se encuentra bajo un velo, podría decirse de la propiedad, ya que de *iure* las Tres Grandes no son las propietarias de dichas acciones, pero sí de *facto*. Por lo tanto, más adelante se examinan las formas más ocultas del comportamiento de gobierno corporativo de las Tres Grandes.

III.2.2 Presión dentro de los consejos de administración

Al hablar del poder de los grandes gestores de activos, debemos entender poder como su influencia sobre el control de las empresas y, por tanto, a su capacidad para influir en los resultados de la toma de decisiones de las empresas. Los accionistas pueden ejercer su poder a través de tres mecanismos.

En primera instancia, las Tres Grandes pueden participar directamente en el proceso de toma de decisiones por medio de los votos por representación vinculados a sus inversiones (aquellos votos que, en realidad, son de los inversionistas dueños de las acciones).

Esto es relevante ya que, en una situación de propiedad dispersa y fragmentada, el poder de voto de cada accionista individual es bastante limitado. Sin embargo, los accionistas en bloque que poseen al menos el 5% de las acciones suelen considerarse muy influyentes, y los accionistas que poseen más del 10% ya se consideran "*internos*" de la empresa según la legislación estadounidense. El término se refiere a que poseen información interna o privilegiada dentro de la empresa.

Lo anterior es importante debido a que las personas físicas o morales que se consideren internos tanto en la regulación estadounidense como en la mexicana, deben dar aviso a las autoridades regulatorias del mercado de valores sobre sus movimientos en las tenencias accionarias, pues tienen una posición privilegiada dentro de las asambleas de accionistas de las empresas y, por ende, acceso a información privilegiada.

En el caso mexicano, de conformidad con el artículo 363 fracción II de la *Ley del Mercado de Valores*, se consideran “*internos*” a las personas que tengan un 10% de tenencia accionaria de una empresa que cotice en el mercado de valores. Sin embargo, en ambos casos, ambas legislaciones se refieren a los fondos de manera aislada y no como un todo, por lo que las administradoras de fondos indexados pocas veces son consideradas internos.

El acceso a información privilegiada demuestra que el accionista (en este caso las Tres Grandes) cuenta con poder dentro de las empresas, tanto que pueden acceder a información privilegiada de estas. Por ello, las crecientes posiciones de capital que tienen las administradoras de activos pasivos aumentan, por tanto, este poder potencial.

A pesar de lo anterior, este potencial para influir en la toma de decisiones de las empresas no implica que los accionistas vayan a ejercer realmente su poder en algunos casos. A este respecto, según Davis, los grandes gestores de activos de principios del siglo XXI, como *Fidelity*, preferían vender sus acciones cuando no estaban satisfechos con los resultados de una empresa concreta, porque “*el paseo de Wall Street*” es más fácil que el activismo.

Esta opción de venta de acciones es una segunda forma indirecta de ejercer el poder de los accionistas ya que, si se vende una cantidad considerable de acciones, esto repercute negativamente en el precio de las acciones y presiona al equipo directivo. Para contener la competencia en el mercado del control de las empresas por medio de la propiedad accionaria, los equipos directivos tienen así un incentivo para asegurarse de que sus decisiones son apreciadas por sus accionistas y por ende, no serán castigados con venta de acciones.

A pesar de lo mencionado, una de las más grandes diferencias entre un fondo pasivo y uno activo, es que, por su naturaleza, el pasivo mantiene sus inversiones a un muy largo plazo, ya que su objetivo único es replicar los rendimientos de un índice, por lo que aún si las Tres Grandes quisieran vender sus acciones, se verían imposibilitadas para ello.

Esto es un aspecto sumamente relevante de las Tres Grandes pues, al quedarse invariablemente con la propiedad accionaria y viéndose imposibilitadas para venderlas, deben tomar una postura activa con el fin de incrementar lo más posible las ganancias de las empresas y elevar (en lo particular) el valor de los títulos y el valor del índice en cuestión (en lo general).

En este sentido, las Tres Grandes declaran explícitamente *“que quieren ser accionistas activos”*. *State Street*, por ejemplo, destaca que *“sigue un proceso centralizado de gobernanza y administración que abarca todas las participaciones discrecionales en sus centros de inversión globales”*.

Por otro lado, *BlackRock* estableció un equipo central para informar y dirigir sus recomendaciones de voto por delegación y gobierno corporativo en 2009 y afirma que *“emitirá votos en nombre de cada uno de los fondos sobre cuestiones específicas de delegación”*. En 2016, *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street* ampliaron significativamente sus equipos de gobierno corporativo.

Evidentemente, cada una de las administradoras de fondos indexados cuenta con fondos que siguen distintos índices. Sin embargo, muchas de las empresas que cotizan en un índice lo hacen también en otro, lo cual hace que diversos fondos de una misma administradora mantengan posiciones accionarias en una misma empresa.

Esto es relevante debido a que esta circunstancia dificulta la toma de decisiones y de estrategias de votación centralizadas. Esto quiere decir que es más difícil que todos los fondos de alguna de las Tres Grandes con tenencia accionaria en las empresas voten en un mismo sentido.

La pregunta obligada es ¿Hasta qué punto las Tres Grandes utilizan su potencial poder accionarial a través de una estrategia activa de gobierno corporativo

centralizado, en conjunto con la coordinación de la votación de todos sus fondos en un mismo sentido y dirección?

Por lo tanto, la siguiente figura mide el grado de coordinación del comportamiento de voto de las administradoras de activos en las elecciones corporativas de sus fondos, así como la frecuencia con la que votan con la dirección de la empresa. Cabe señalar que votar con la dirección significa que se vota en el sentido de la propuesta de la dirección de la empresa, sea ésta el consejo de administración o el propio director o directora general.

Al respecto, de acuerdo con Fichtner *et al*, los datos de las votaciones registran la recomendación de la dirección y el voto de los accionistas. Los votos de los accionistas se registraron como "*A favor*", "*En contra*", "*Abstención*" o "*Retención*". Se agruparon los votos de los accionistas en dos categorías:

- I) Los votos que están de acuerdo con la recomendación de la dirección.
- II) Los que no votan con la dirección.

Las ampliaciones en equipos de gobierno corporativo que han tenido las Tres Grandes, han rendido frutos, ya que como se muestra en la siguiente figura, sus votos han sido consistentes.

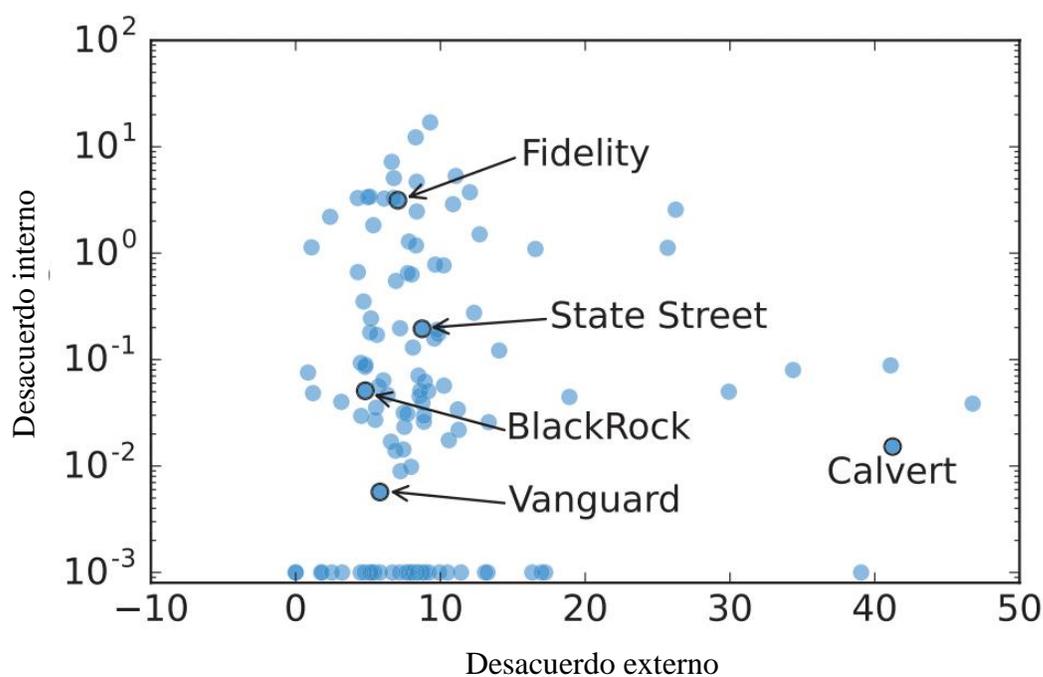


Figura 9: Coordinación e inclinación pro-gestión del comportamiento de voto.

Fuente: Cálculos de los autores basados en el ISS.⁸⁵

La figura anterior muestra el resultado del análisis de votación corporativa e incluye el comportamiento de voto de 117 administradoras de activos distintas. Todas ellas con al menos dos fondos que votan en la misma asamblea general al mismo tiempo.

El desacuerdo interno, mide el porcentaje de propuestas en las que los fondos de una administradora de activos votaron en direcciones diferentes, mientras que el desacuerdo externo, mide el porcentaje de casos en los que una administradora de activos votó en contra de la recomendación de la dirección.

En relación con esto, de acuerdo con Fichtner *et al* y como se aprecia de la Figura 9, tomando como ejemplo *Calvert Investment*, un inversor activista, se aprecia que más del 40% de los votos de Calvert son contrarios a la recomendación de la dirección. Su estrategia contraria a la gestión va acompañada de un alto nivel de

⁸⁵ *Coordination and pro-management inclination of voting behavior. Source: Authors calculations based on ISS. Fichtner et al., op. cit., p. 316. [traducción propia].*

acuerdo interno en el que 99,985% de las propuestas, todos sus fondos votaron en la misma dirección.

Al analizar el comportamiento de voto de las Tres Grandes, se pueden observar diversas situaciones. En general, se aprecia que la concordancia interna en el voto por delegación, en representación de los accionistas, entre sus fondos y entre los fondos de las Tres Grandes es notablemente alta. De hecho, *BlackRock* y *Vanguard* están a la cabeza de las administradoras de activos con un comportamiento de voto por delegación internamente coherente. Derivado de los datos anteriores, y conforme a lo señalado por Fichtner *et al*, en *BlackRock*, en el 18 por cada 100,000 de las propuestas uno de sus fondos no votó junto con los otros fondos, y en el caso de *Vanguard* esto es aún más consistente con sólo 6 por cada 100,000 de las propuestas que recibieron votos mixtos.

Finalmente, el caso de *State Street*, también muestra un bajo nivel de desacuerdo interno, 195 por cada 100,000, aunque algo mayor que *BlackRock* y *Vanguard*. Esto evidencia claramente que las Tres Grandes son capaces de aplicar, y de hecho lo hacen, estrategias de votación centralizadas en todos sus fondos.

Conforme a lo anterior, es evidente que sus posturas accionarias no sólo tienen el potencial de influir en el gobierno corporativo de las empresas, sino que, efectivamente, esta influencia se encuentra explícitamente en ejecución. A pesar de esto, un cuestionamiento importante es que las Tres Grandes poseen individualmente posiciones accionarias que, ejercidas de manera individual y contraria entre sí, no generaría situaciones de control corporativo.

En otras palabras, si bien se evidencia la coordinación centralizada de las votaciones de sus múltiples fondos, en muchos casos, su participación accionaria individual no sería suficiente para controlar el sentido de las votaciones (aunque en la figura anterior se aprecia que no han sido tan distantes la una de la otra).

Un factor a considerar es que las cifras anteriores de tenencia accionaria subestiman significativamente el poder de voto de las Tres Grandes y la medida en que su voto influye en los resultados de las elecciones. Esto se debe a que las administradoras de fondos indexados votan invariablemente en las elecciones

corporativas, mientras que otros titulares de acciones tienen una menor participación (entre ellos los minoristas).

Para dar una idea de los efectos de esa falta de voto en la importancia de las participaciones de las Tres Grandes, el siguiente cuadro hay un par de contrastes.

- I) La fracción de acciones que posee cada una de las Tres Grandes en las empresas de los índices *S&P 500* y *Russell 3000*.
- II) La fracción de los votos de las empresas de esos índices emitidos en las reuniones anuales que posee cada una de las Tres Grandes.

Tabla 5: Propiedad de las Tres Grandes en Estados Unidos.

		% de acciones en circulación		% de votos emitidos	
		Media	Mediana	Media	Mediana
<i>S&P 500</i>	<i>BlackRock</i>	7.1%	6.9%	8.7%	8.5%
	<i>Vanguard</i>	8.8%	8.2%	11.1%	10.1%
	<i>SSGA</i>	4.6%	4.4%	5.6%	5.5%
	<i>Total</i>	20.5%	19.5%	25.4%	24.2%
<i>Russell 3000</i>	<i>BlackRock</i>	7.3%	6.8%	10.1%	9.2%
	<i>Vanguard</i>	6.6%	6.9%	8.6%	8.7%
	<i>SSGA</i>	2.6%	2.4%	3.4%	3.0%
	<i>Total</i>	16.5%	16.1%	22.0%	20.9%

Figura 10. El cuadro, se basa en los datos de capitalización bursátil de *Compustat* consultados el 14 de febrero de 2017, datos de propiedad institucional de *FactSet Ownership* consultados el 10 de julio de 2018, y los datos de elección de directores de la base de datos *SharkRepellent* de *FactSet Research Systems* consultados el 18 de junio de 2018. "Votos emitidos" se refiere a la suma media, entre todos los directores que se presentan a las elecciones, de los votos emitidos a favor y en contra, y las abstenciones para ese director en la junta anual de 2017 de esa corporación de la corporación en 2017.⁸⁶

⁸⁶ “[I]s based on market capitalization data from *Compustat* accessed on February 14, 2017, institutional ownership data from *FactSet Ownership* accessed on July 10, 2018, and director election data from *FactSet Research Systems’ SharkRepellent* database accessed on June 18, 2018. “Votes cast” refers to the average sum, across all directors up for election, of the votes

Como señala el cuadro anterior, la proporción media de los votos emitidos en las empresas del *S&P 500* a finales de 2017 era del 8,7% para *BlackRock*, del 11,1% para *Vanguard* y del 5,6% para *State Street*. Al respecto, estas proporciones son aproximadamente un 15% más altas que la proporción de acciones en circulación administradas por cada una de estas administradoras por lo que, debido a que no se dan porcentajes de participación de accionistas del 100%, este se vuelve más pequeño, y, por lo tanto, las participaciones porcentuales dentro de las votaciones en asamblea reflejan un mayor poder para los accionistas presentes tomando en cuenta que ese 100% no refleja la totalidad de acciones en circulación, sino la totalidad de acciones representadas en la asamblea.

Como resultado, de acuerdo con. Bebchuk *et al*, para las empresas del índice *S&P 500*, la proporción del total de votos que fueron emitidos de los votos emitidos por las Tres Grandes fue de alrededor del 25,4% de media, lo que es significativamente superior a su participación combinada del 20,5%, participación combinada en la propiedad de alrededor del 20,5% de media.

Del mismo modo, para las empresas del índice *Russell 3000*, la proporción de los votos totales emitidos por las Tres Grandes fue del 22% de media, también significativamente mayor que el 16,5% de las acciones del *Russell 3000* en circulación gestionadas por las Tres Grandes. Por lo tanto, las cifras de propiedad subestiman significativamente el efecto de las en los en los resultados de las votaciones.

Categoría	Vanguard	BlackRock	State Street	Una de las Big three	Big Two	Big Three
Número	164	27	4	195	236	240
Porcentaje	65.6%	10.8 %	1.6%	78%	94.4%	96%

Figura 11. Mayores accionistas en las 250 mayores empresas.

cast for and against, and abstentions for that director at that corporation's 2017 annual meeting". Bebchuk et al, *op. cit.*, p. 16. [traducción propia].

Esta tabla muestra el número y el porcentaje de las 250 mayores empresas en las que las Tres Grandes son el mayor accionista individual, ya sea por separado (primeras cuatro columnas) o en combinación (últimas dos columnas).⁸⁷

Aunado a lo mencionado, *Vanguard*, *BlackRock* y *State Street* poseen actualmente una media del 8,4%, 7,3% y 4,4% de las acciones en circulación, respectivamente, lo que supone un total combinado del 20,1% de todas las acciones en circulación.

Debido a que ciertos tipos de accionistas rara vez votan, mientras que las Tres Grandes votan habitualmente sus acciones, el control de voto de las mismas generalmente supera el porcentaje bruto de acciones que poseen. En consecuencia, se estima que *Vanguard*, *BlackRock* y *State Street* emiten una media del 10,6%, 9,0% y 5,4% de los votos, respectivamente, para un total del 25,0% de los votos emitidos.

Como se puede observar, al actuar de manera concertada, en muchas ocasiones especialmente cuando se reduce el número total de votos ejercidos por la totalidad de accionistas de las empresas, las Tres Grandes mantienen un poder dominante en las votaciones como muestra la siguiente tabla.

Categoría	Vanguard	BlackRock	State Street	Combinado
Porcentaje promedio de acciones en circulación	8.4%	7.3%	4.4%	20.1%
Porcentaje mediana de acciones en circulación	8.2%	7.1%	4.3%	19.6%
Estimación del porcentaje promedio de votos emitidos	10.6%	9.0%	5.4%	25.0%
Estimación del porcentaje mediana de votos emitidos	10.1%	8.7%	5.4%	24.2%

Figura 12. Cuotas de propiedad de las Tres Grandes en las 250 empresas más grandes.

Esta tabla muestra las tasas de propiedad media y mediana de las Tres Grandes, individualmente y combinadas, en las 250 mayores empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos.⁸⁸

⁸⁷ *Table 1: Largest Shareholders at Largest 250 Companies.* Disponible en: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/07/margins-estimating-influence-big-three-shareholder-proposals>. [traducción propia].

⁸⁸ “*Table 2: Big Three Ownership Shares at Largest 250 Companies. This table reports the mean and median ownership rates for the Big Three individually and combined at the largest 250 publicly traded companies in the United States*”. *Idem.* [traducción propia].

El control de las Tres Grandes sobre los resultados de las votaciones está en función no sólo del poder de voto, sino también de los márgenes de los puntos de votación considerados. En el caso de las votaciones no controvertidas (con márgenes superiores al 25%), las Tres Grandes generalmente no podrán controlar el resultado, ni siquiera actuando de forma concertada. Cuando los márgenes de las elecciones son menores que el control de los votos de las Tres Grandes, estos agentes tendrán a menudo el poder de determinar el resultado.

Como se observa en la figura 13, aplicando este marco a las propuestas de los accionistas, aproximadamente la mitad de las propuestas medioambientales y sociales estaban potencialmente bajo el control de las Tres Grandes combinadas, mientras que lo mismo ocurre con aproximadamente el 65% de las propuestas de gobernanza. En total, casi seis décimas partes de todas las propuestas de los accionistas ganaron o perdieron por márgenes inferiores al 25%, lo que las hace vulnerables a las Tres Grandes combinadas, más de cuatro décimas partes ganaron o perdieron por márgenes inferiores al 19,6%, lo que las hace vulnerables a las Dos Grandes (*BlackRock* y *Vanguard*) combinadas, y casi una quinta parte de las propuestas de los accionistas ganaron o perdieron por márgenes inferiores al 10,6%, lo que las hace vulnerables al control de *Vanguard* solamente.

En este tenor, el poder de voto con el que cuentan las Tres Grandes no es una teoría, ya que, en la práctica, como se puede observar en la siguiente tabla, los márgenes de las propuestas que se situaron dentro de la influencia de alguna de las tres administradoras de fondos indexados más grandes del mundo, o en su conjunto, es enorme, definiendo así la discusión dentro de las asambleas de accionistas y señalando el camino a seguir a los consejos de administración y los directivos de las empresas.

De manera general, estos resultados revelan que las Tres Grandes pueden estar ya en posición de determinar el resultado de la mayoría de las propuestas de los accionistas en las principales empresas de los índices bursátiles más importantes del mundo.

Categoría	Big One	Big Two	Big Three
Ambiental	9 of 57 (15.8%)	20 of 57 (35.1%)	28 of 57 (49.1%)
Social	19 of 155 (12.3%)	53 of 155 (34.2%)	76 of 155 (49.0%)
Gobernancia	72 of 299 (24.1%)	151 of 299 (50.5%)	195 of 299 (65.2%)
Todas las propuestas de los accionistas	100 of 511 (19.6%)	224 of 511 (43.8%)	299 of 511 (58.5%)

Figura 13. Márgenes de votación en todas las propuestas de los accionistas.

Esta tabla proporciona datos sobre la proporción de propuestas de los accionistas que se situaron dentro de los márgenes del 10,6% (La primer grande), el 19,6% (La segunda grande) y el 25% (La tercer grande) en los años naturales 2018 y 2019.⁸⁹

Las propuestas en cuestión suelen referirse a temas políticos, como el cambio climático, las disparidades salariales entre hombres y mujeres, los mandatos de diversidad de los consejos de administración y de los empleados, el gasto en campañas políticas y las iniciativas medioambientales.

Una evidencia de la influencia que ya juegan las Tres Grandes sobre los consejos de administración y directivos, es el ejercicio de los derechos accionarios con las propuestas en las que las Tres Grandes se oponen a una recomendación de gestión positiva. Se encontró que aproximadamente la mitad de ellas se refieren a la (re)elección del consejo de administración (*BlackRock* 50%; *Vanguard* 46%; *State Street* 45%).

Lo anterior sugiere la existencia de una estrategia de voto por delegación en la que las Tres Grandes suelen apoyar a la dirección, pero utilizan su poder accionarial para votar en contra de la dirección cuando no están satisfechas. Esto lleva a dos conclusiones. En primer lugar, el comportamiento de voto de las Tres Grandes en

⁸⁹ Table 3: Voting Margins on All Shareholder Proposals. This table provides data on the proportion of shareholder proposals that fell within margins of 10.6% ('Big One'), 19.6% ('Big Two'), and 25% ('Big Three') in calendar years 2018 and 2019. Griffin, Caleb, *op. cit.* [traducción propia].

las asambleas de accionistas es, en general, favorable a la dirección y no refleja una política de gobierno corporativo muy comprometida. En segundo lugar, la alta propensión a votar en contra de las (re)elecciones de la dirección es coherente con la idea de que la triada utiliza su poder de voto para asegurarse de que cuentan con los oídos de la dirección.

Esto lleva a la conclusión de que, en lugar de un activismo abierto, las Tres Grandes pueden preferir la influencia privada. En palabras de Larry Fink, CEO de *BlackRock*: *Como indexador, nuestra única acción es nuestra voz, por lo que estamos adoptando un diálogo más activo con nuestras empresas y estamos imponiendo más lo que creemos que es correcto.*

En este tenor, *BlackRock* informa con detalle de cuántas veces se compromete informalmente con los directivos, incluyendo estadísticas desglosadas por tipo de reunión y región que se remontan a 2010. Desde mediados de 2014 hasta mediados de 2015, *BlackRock* ha realizado más de 1,500 compromisos privados con empresas de su cartera, 670 en América y unos 850 en el resto del mundo - *Vanguard* tuvo más de 800 compromisos con empresas.⁹⁰

En consecuencia, las Tres Grandes pueden optar por no oponerse abiertamente a la gestión, basándose en compromisos privados con las empresas en las que invierten. De hecho, *BlackRock* cree que las reuniones a puerta cerrada pueden llegar más lejos que los votos contra la dirección y que la administradora de activos suele dar a las empresas que a las que se oponen un año antes de votar en contra de la dirección. Cada una de las Tres Grandes tiene una participación considerable y, por lo tanto, tiene el potencial de influir en cientos de empresas de EE. UU., en estos encuentros privados. Además de la influencia directa de las Tres Grandes, también pueden ejercer una forma de poder indirecto o estructural.

Por lo anteriormente mencionado, las Tres Grandes desempeñan un papel cada vez más importante en la votación por delegación en representación de sus accionistas. Su influencia se deriva del hecho de que, según la legislación estadounidense, así

⁹⁰ Fichtner et al., *op. cit.*, p. 319. [traducción propia].

como la de muchas otras jurisdicciones (incluida la de México), los fondos indexados tienen el derecho legal de votar las acciones de sus inversionistas en las elecciones corporativas, ya que aún en los casos de influencia por medio de presión a las direcciones de las empresas, esta deriva de la permanente amenaza implícita de coacción en las votaciones de las asambleas de accionistas (como votar en contra de la elección o reelección de las direcciones empresariales).

III.2.3 Coordinación de acciones en empresas de un mismo mercado

Establecido el poder accionario y económico que poseen las Tres Grandes, pasamos a evaluar los riesgos a la competencia que derivan de dicha situación, específicamente, la colusión entre competidores.

Al respecto, cabe recordar que la colusión, entendida como una práctica monopólica absoluta se encuentra prohibida en el artículo 53 de la LFCE, el cual analizamos anteriormente, por lo que este punto es fundamental en conexión con los riesgos que representan a la competencia de las Tres Grandes.

En este sentido, el profesor de Derecho de la Universidad de Harvard, *Einer Elhaug* llama a los cientos de posiciones de propiedad paralelas de las Tres Grandes “*accionariado horizontal*”, siendo esta la constelación en la que, un conjunto común de inversionistas posee acciones significativas en corporaciones que son competidores horizontales en un mercado de productos. Señala que existen riesgos competitivos como cuando las empresas internalizan de forma proactiva los objetivos de las Tres Grandes, esto debido a que su propiedad común en empresas competidoras podría conllevar importantes consecuencias anticompetitivas.

Al mencionar internalizar, no sólo se habla de una petición o influencia explícita de las administradoras sobre los consejos de administración sino también de la tácita, proveniente de los incentivos naturales del sistema económico tendiente a que las empresas generen utilidades mayores a sus accionistas.

Existe un pequeño pero creciente y reconocido conjunto de investigaciones empíricas que sugiere que este efecto anticompetitivo puede ser en realidad significativo. Trabajos recientes demuestran que, en el sector de las aerolíneas de

Estados Unidos, la propiedad común ha contribuido a aumentar el precio de los boletos entre un 3% y un 11%.

Al respecto, *Azar et al*, analizó la variación de los precios de los boletos de las aerolíneas dentro de las rutas a lo largo del tiempo para identificar un efecto significativo de la propiedad común. Además, han confirmado sus resultados con un análisis de variables instrumentales de panel que utiliza la variación causada por la adquisición de *Barclays Global Investors* por parte de *BlackRock* en 2009. Llegan a la conclusión de que, aunque permite beneficios privados como la inversión diversificada de bajo coste, la propiedad común de las grandes administradoras de activos conduce a una disminución de la eficiencia macroeconómica a través de la reducción de la competencia en el mercado de productos y, por tanto, tiene importantes costes sociales ocultos; esto no es definitivo como más adelante se demostrará.

En Estados Unidos un estudio sobre la competencia en el sector bancario ha descubierto que la propiedad común por parte de los gestores de activos y la propiedad cruzada (situación en la que los bancos poseen acciones unos de otros) están fuertemente correlacionadas con el aumento de las comisiones de los clientes y el incremento de los diferenciales de los tipos de interés de los depósitos.

Sin duda, la discusión sobre los efectos anticompetitivos de la propiedad común se encuentra aún en una etapa muy temprana. Al respecto, diversos autores como *Patrick Dennis et al*, *Jacob Gramlich et al*, *Daniel P. O'Brien et al*, critican los resultados de *Azar et al*, tanto en el mercado de aerolíneas como el de banca en Estados Unidos. Por otro lado, autores como *Elhauge et al* o el propio *Azar et al*, en una réplica a una crítica, han llegado a la conclusión de que los resultados son correctos.

Fichtner, en un análisis que utiliza las variaciones en la propiedad de los fondos pasivos que se deben a la inclusión de acciones en los índices *Russell 1000* y *Russell 2000*; el primero es un índice bursátil que rastrea las 1000 acciones de mayor rango en el índice *Russell 3000* mientras que el segundo es un índice bursátil de pequeña capitalización de las 2000 acciones más pequeñas del índice *Russell*

3000. Se descubrió que los fondos indexados influyen en el gobierno corporativo de las empresas, dando lugar a menos directores independientes y a la eliminación de las defensas contra las adquisiciones.

Estos resultados apoyan la tesis de que las Tres Grandes pueden ejercer un poder estructural sobre cientos, si no miles, de empresas que cotizan en bolsa de una manera “*oculta*” a la vista directa.

Un factor aún más preocupante es una actuación automática de los directivos de las empresas tendiente a cumplir los intereses de sus principales accionistas, quienes en el mayor número de casos son las Tres Grandes. Al respecto, en la mayoría de los casos, *BlackRock*, *Vanguard* y *State Street* no necesitan imponer abiertamente su opinión sobre las empresas votando en contra de la dirección de la empresa, porque es racional que los gestores actúen de una manera que se ajuste a los intereses de estas últimas.

Las Tres Grandes se han convertido en el consejo de administración permanente *de facto* para más del 40% de todas las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa, esto sin duda ha provocado cambios en cómo se desarrollan las asambleas de accionistas de las empresas, al igual que sus consejos de administración. La gran propiedad común que mantienen las Tres Grandes es un acontecimiento que no debe ser ignorado, ya que puede modificar los incentivos de los distintos consejos de administración de las empresas, así como afectar la competencia en las diferentes industrias.

Aún queda un largo camino de análisis sobre los efectos de la propiedad común en la competencia por delante, sin embargo, la autoridad debe actuar no sólo con análisis de dichos efectos, sino tomar medidas para corregir las deficiencias en la competencia que esta provoca.

Como se mencionó anteriormente, la influencia que tienen las Tres Grandes en las empresas cotizadas en el mercado de valores estadounidense tiene repercusiones directas en México y sus empresas. En este sentido, existe cierta problemática para encontrar los datos específicos de tenencia accionaria de esta triada dentro de las empresas que se encuentran en el mercado de valores mexicano; sin embargo,

todas las empresas mexicanas que cotizan en el mercado de valores cuentan con una participación accionaria de las Tres Grandes.

Lo anterior debido a que existen fondos indexados ofrecidos por *BlackRock* y *Vanguard* que siguen los rendimientos de los principales índices bursátiles mexicanos. Al respecto, se puede afirmar que las tendencias accionarias encontradas en el mercado de Estados Unidos se repiten en México en mayor o menor medida.

Es públicamente conocido que las inversiones que se hacen sobre los recursos de las *Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES)* en México cuentan con grandes inversiones colocadas en fondos indexados de las Tres Grandes. En este sentido, en países como México no es posible conocer el tamaño de las inversiones de las *Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE)* en los *iShares* (de *BlackRock*), “pues se considerada como información confidencial por lo que no es facilitada a los clientes por las administradoras ni por la *Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CON SAR)*”.⁹¹

A pesar de ello, la importancia de México para *BlackRock* queda patente al observar que su oficina en el país es la única de América Latina que aparece en el listado de sus oficinas más grandes por región en el mundo y la séptima más grande América. En el mismo sentido, los *ETFs* de *BlackRock* domiciliados localmente en México “tienen aproximadamente \$75,000 millones de pesos en activos (más de \$3,057 millones de dólares), según informó *BlackRock*”.⁹²

Recientemente, *BlackRock* lanzó al mercado internacional el *iShares ESG MSCI Mexico ETF*, el cual tuvo un recibimiento sumamente importante, ya que en 60 días logró conseguir inversiones por \$450 millones de dólares provenientes de las *Afore XXI Banorte*, *Afore SURA*, *Afore Profuturo*, *Citibanamex Afore* y *Principal Afore*.

⁹¹ *Ocaranza, Claudia, y Aspra, Queletzú, "Blackrock, El Emporio Global Que Avanza En Las Pensiones Latinoamericanas., Proceso, 2021, <https://www.proceso.com.mx/internacional/2021/6/28/blackrock-el-emporio-global-que-avanza-en-las-pensiones-latinoamericanas-266713.html>.*

⁹² *Idem.*

Esto evidencia que existe claramente inversión mexicana en fondos indexados, además de una tenencia accionaria representada por *BlackRock*.

Resulta interesante hacer un breve análisis de lo que se ha venido dando en América Latina a partir de la primera década del siglo XXI. En enero de 2010, del total que invirtieron las administradoras de pensiones o *AFP (Administradoras de Fondos de Pensión)* de Perú en instrumentos bursátiles, 2.43% fue para instrumentos de *BlackRock* por un monto de \$23,991,329.53 dólares. En enero de 2015 la cifra subió a 14.59% y para enero de 2019 era 15.04%, es decir, un total de \$47, 738,340 dólares. “En promedio, en nueve años las *AFP* invirtieron 9.60% del dinero de sus clientes en *ETFs* y fondos de la gestora multinacional”.⁹³

Al igual que en Perú, en Colombia las primeras inversiones de las *AFP* en instrumentos de *BlackRock* se registraron en agosto de 2006, cuando las inversiones fueron equivalentes al 0.017% del total de inversiones de las *AFP* en instrumentos bursátiles. “Para agosto de 2011 (sólo 5 años más tarde) el porcentaje subió a 4.05%, representando \$2,269,022,768.58 de dólares estadounidenses. Mientras que para ese mismo mes de 2017 ya era 9.77%, más de \$7,000 millones de dólares. El promedio en esos años fue de 4.46%”.⁹⁴

Finalmente, al igual que en los dos países latinoamericanos mencionados, en el caso de Chile, “entre enero de 2010 y enero de 2015 las *AFP* chilenas incrementaron en un 5.39% (\$7,629 millones de dólares) la inversión en instrumentos de *BlackRock*”.⁹⁵

Lo anterior puede brindar luz sobre la tendencia que se da en México, a pesar de que no existen datos concretos sobre la titularidad accionaria de las empresas mexicanas de las Tres Grandes. En este tenor, se han registrado incluso desacuerdos entre los consejos de administración de empresas mexicanas y accionistas como *BlackRock*, un ejemplo ocurrió en 2017, cuando los accionistas mayoritarios de Grupo Financiero Banorte impulsaron la fusión de Banorte con

⁹³ *Idem.*

⁹⁴ *Idem.*

⁹⁵ *Idem.*

Banco Interacciones. Al respecto, un grupo de accionistas, entre ellos *BlackRock*, puso en duda la operación por posibles conflictos de interés, ya que Interacciones y Banorte estaban en manos de una misma familia, la familia Hank.⁹⁶

Al igual que *BlackRock*, *Vanguard* tiene presencia en México desde hace más de diez años. En 2017, la firma abrió su primera oficina en la Ciudad de México para atender mejor a los inversionistas mexicanos. Actualmente, *Vanguard* ofrece más de 80 *ETFs* domiciliados en Estados Unidos y *Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (ETFs UCITS)* que cotizan en México, y es el segundo administrador de *ETFs* más grande del país después de *BlackRock*.

Como se mencionó anteriormente, también otra muestra de los alcances de la propiedad común en México fue la notificación de la concentración *Bayer AG- The Monsanto Company*, ya que, a pesar de tratarse de una empresa listada en un índice bursátil alemán, se notificó en México una propiedad muy similar a las arriba mencionadas por parte de *BlackRock* a la *COFECE*. Además, dicha propiedad también es mantenida por *Vanguard* y *State Street* como se mostró *supra*.

En este sentido, en la práctica del derecho de la competencia, al momento de realizar una fusión o una adquisición que se encuentre dentro de los rangos establecidos en el artículo 86 de la *LFCE*, la empresa debe notificar dicha operación a la *COFECE* con el fin de obtener su autorización. Al respecto, la *COFECE* solicita los datos de tenencia accionaria existentes sobre las empresas en cuestión, lo cual también ha evidenciado una tenencia accionaria muy parecida a aquella mostrada por el mercado estadounidense.

En este sentido, hablando desde la práctica, al presentar a la *COFECE* las participaciones accionarias tanto en una notificación de concentración como en Requerimientos de Información Básica o RIB, ésta solicita que se se identifique a cada socio o accionista, directo o indirecto, hasta llegar al nivel de persona física con una participación del cinco por ciento (5%) o más, y en caso de tratarse de

⁹⁶ Estañol, Adrián, "*Blackrock Y Vanguard: 16 Billones De Dólares Detrás De Las Vacunas*", *Expansión*, 2021, <https://expansion.mx/mercados/2021/03/08/blackrock-y-vanguard-16-billones-de-dolares-detras-de-las-vacunas>.

fondos de inversión, adicionalmente identificar plenamente al socio general y a los socios limitados con una participación de al menos veinte por ciento (20%). Para el caso de fideicomisos, adicionalmente identificar a cada uno de los fideicomitentes y fideicomisarios y los derechos y obligaciones que cada uno tenga como parte del fideicomiso.

En este sentido, en diversas ocasiones los accionistas mayoritarios (con más del 5%) de las empresas con las cuales he tenido el privilegio de trabajar (que cotizan en bolsas de valores alrededor de todo el mundo) son algunas o la totalidad de las Tres Grandes.

Se debe señalar que uno de los grandes problemas que plantea la propiedad común de los fondos indexados, es que las adquisiciones de acciones que efectúan los fondos se hacen en representación de los accionistas que adquieren títulos del fondo, por lo que muchas veces estas adquisiciones no superan los umbrales de la *LFCE* al hacerse de forma aislada. En otras palabras, cada adquisición debe verse como una operación diferente al ser cada una para un inversionista distinto.

De igual forma, hasta años recientes no se habían planteado los problemas que la propiedad común puede generar en la competencia económica, por lo que las autoridades de competencia en todo el mundo, al igual que la *COFECE*, han autorizado aquellas concentraciones que han superado alguno de los umbrales del artículo 86 de la *LFCE* sin contar con herramientas de análisis para evaluar los efectos de la propiedad común.

Capítulo IV. Propuesta de regulación en México en materia de competencia económica

Por lo anteriormente expuesto, es evidente que las autoridades de competencia alrededor del mundo y particularmente la *COFECE*, no han contado con las herramientas jurídicas para evaluar los casos de propiedad común. En el caso particular de la *COFECE*, ésta no ha iniciado ninguna investigación que involucre a la propiedad común, y tampoco ha evitado que se lleven a cabo concentraciones

que, desde una perspectiva de propiedad común, podrían ser dañinas para la competencia entre empresas.

Esto es notorio debido a que se ha permitido a dichas administradoras obtener un poder muy importante sobre las decisiones de todas las empresas cotizadas en bolsa, sin importar su industria o mercado particular.

Como se señaló, esto presenta riesgos de colusión, así como riesgos estructurales en materia de competencia económica, que pueden provocar la comisión de una práctica monopólica absoluta sistémica y generalizada en diversas industrias y mercados.

La tendencia a regular dicha circunstancia se encuentra en movimiento y ya existen propuestas e investigaciones al respecto tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea. Incluso, esta última ha tenido en cuenta la propiedad común dentro de fusiones y adquisiciones. Al respecto, en el caso *Dow/Dupont*, en el cual, las empresas *The Dow Chemical Company* y *E.I. Du Pont de Nemours & Company* de los mercados de la agricultura, materiales químicos y biociencias de la nutrición y la salud.⁹⁷

La *Comisión Europea* estableció que:

- I) Una serie de grandes empresas agroquímicas tienen un nivel significativo de propiedad común.
- II) En el contexto de la competencia en materia de innovación, estos resultados proporcionan indicios de que la competencia en materia de innovación en la protección de cultivos debería ser menos intensa en comparación con una industria sin participación común.

De igual forma, en el caso *Bayer/Monsanto* analizado anteriormente, la *Comisión Europea* señaló que se reconoce el debate relacionado con los posibles efectos de la presencia de accionistas comunes en una industria.

⁹⁷ Para mayor información favo de referirse a Caso M.7932, *Dow/DuPont*, Decision C (2017). § 2352.

En primer lugar, a diferencia de otros indicadores de concentración como las cuotas de mercado o el índice *Herfindahl-Hirschman* ("*HHI*"), la presencia de accionistas comunes debe tomarse como un elemento de contexto en la apreciación de posibles impedimentos significativos a la competencia efectiva. En consecuencia, la Comisión considera que, dado que las participaciones comunes son una realidad en el sector de la biotecnología y la agroquímica, esta característica debería tenerse en cuenta como elemento de contexto en el momento de la evaluación del comprador.

Debido a lo anterior, se requieren reformas y nuevos enfoques para evaluar los posibles efectos anticompetitivos que puede tener la propiedad común de las Tres Grandes.

Como se mencionó, la regulación de competencia económica en México proviene del artículo 28 de la Constitución, el cual señala que la *COFECE*, al igual que el *IFT*, contarán con las atribuciones necesarias para garantizar la libre competencia y concurrencia, así como prevenir, investigar y combatir los monopolios, las prácticas monopólicas, las concentraciones y demás restricciones al funcionamiento eficiente de los mercados. La *LFCE* establece las reglas para la *COFECE* de manera general; sin embargo, ésta cuenta también con una función regulatoria, debido a que puede emitir disposiciones de carácter general, que deriven de la *LFCE*.

En este aspecto, la *COFECE* cuenta con dos clases de herramientas de regulación de los mercados en ejercicio de sus facultades. La regulación *ex ante* o preventiva de prácticas monopólicas o restricciones al correcto funcionamiento de los mercados y la regulación *ex post* que es punitiva para la eliminación de prácticas monopólicas ya existentes y la corrección a las restricciones al correcto funcionamiento de los mercados.

Por lo anterior, las propuestas de regulación irán encaminadas a establecer reglas *ex ante* y *ex post* para el caso de la propiedad común y las Tres Grandes.

IV.1 Regulación *ex ante*

En el análisis de las concentraciones, la *COFECE* utiliza los *Criterios Técnicos para el Cálculo y Aplicación de un Índice Cuantitativo para Medir la Concentración de Mercado*, con el fin de evaluar el nivel de concentración de un mercado.

Al respecto, dicho documento establece como índice cuantitativo el índice *Herfindahl-Hirschman (HHI)*, para medir el nivel de concentración, el cual es utilizado de forma muy generalizada por las autoridades de competencia de todo el mundo, aunque en muchas ocasiones puede resultar obsoleto o bien, se encuentra rebasado.

A pesar de lo anterior, el índice *HHI* parte de la premisa de que las empresas son de propiedad independiente o funcionan como si lo fueran. Sin embargo, lo que interesa en la propuesta de regulación son los efectos de la propiedad común los cuales resultan ser bastante más sutiles.

Para entender la siguiente propuesta, se debe evaluar la *Teoría de los efectos unilaterales de la propiedad común*, teoría desarrollada por Reynolds y Snapp⁹⁸ quienes consideraron como ejemplo el caso en el que la empresa General Motors compra directamente acciones de su rival Ford. Cuando GM sube los precios, recupera parte de la demanda perdida a través de antiguos clientes que compran un Ford.

Al respecto, este es el clásico efecto unilateral conocido como “*recaptación*” en una fusión horizontal estándar. No requiere ninguna comunicación. A causa de que GM posee ahora una parte de los beneficios de Ford, GM se beneficiará más cuando aumente sus precios, aunque GM no tenga ninguna influencia sobre Ford. Esto significa que GM tiene un incentivo para subir los precios. Y esto es cierto, aunque la participación de GM en Ford no da a Ford ningún incentivo para hacerlo también.

Por otro lado, supongamos, de forma más general, que los accionistas de la empresa (i) poseen acciones de sus competidores. Si la empresa (i) baja sus precios, obligando así a sus rivales a bajarlos también, los accionistas de la empresa

⁹⁸ Para mayor información favor de referirse a Reynolds *et al* apud Posner, Eric, *et al.*, *op. cit.*, p.12.

(i) se ven afectados por dos vías: el impacto en los beneficios de la empresa (i) que podrían aumentar debido a la ampliación de su cuota de mercado y el impacto en los beneficios de los rivales que podrían disminuir al perder cuota de mercado y/o reducir los precios en respuesta. En este sentido, el mercado está más concentrado de lo que indica la medida del índice *HHI*.

Los modelos de propiedad común y su impacto en las decisiones de las empresas emplean un supuesto de control proporcional. Este supuesto implica que la dirección de una empresa tratará de maximizar el valor total de la cartera de sus inversionistas ponderado por la proporción de acciones que poseen. Así, la función objetivo de la empresa se convierte en:

$$\max \Pi_j = \sum_{i=1}^M \gamma_{i,j} \sum_{k=1}^N \beta_{ik} \pi_k^{99}$$

La anterior función muestra que la empresa (j) busca maximizar los valores ponderados de la cartera de sus inversionistas (Π_j), con $\gamma_{i,j}$ denotando el peso de los intereses del inversor (i) en las decisiones de la empresa (j); en otras palabras, el "*grado de control*" que el inversor tiene sobre la empresa, $\beta_{i,k}$ denotando la participación del inversor (i) en los beneficios de la empresa (k) y (π_k) denotando los de la empresa (k).

Basándose en esta función objetiva, O'Brien y Salop¹⁰⁰ derivaron un índice de *Herfindahl Hirschmann* modificado (*MHHI*), que adapta la medida típica de concentración de empresas para tener en cuenta los intereses de la propiedad que vinculan a las empresas competidoras. La idea básica es que la concentración podría subestimarse si se supone que las empresas se comportan de forma totalmente independientes, a pesar de su propiedad subyacente. El *MHHI* puede dividirse en dos componentes: el *HHI* estándar y un delta del *MHHI*:

⁹⁹ Mancini et al., *op. cit.*, p. 17. [traducción propia].

¹⁰⁰ Para mayor información favor de referirse a O'Brien *et al* apud Mancini, *et al.*, *op. cit.*, p.17.

$$MHHI = HHI + \sum_j \sum_{k \neq j} S_j S_k \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}}^{101}$$

Donde (s_j) y (s_k) son las cuotas de mercado de las empresas (j) y (k) , respectivamente. Por tanto, el delta del *MHHI* depende de la cantidad de control o influencia que un inversor tiene en una empresa y en sus competidores, así como de sus correspondientes intereses financieros. En igualdad de condiciones, un mayor control o influencia por parte de los inversionistas comunes se traduciría en un mayor vínculo entre las empresas y, por tanto, un mayor *MHHI*, lo que implica una mayor concentración en una industria.

En situaciones sin vínculos comunes o cruzados de propiedad, el delta del *MHHI* sería cero y el *MHHI* sería equivalente al *HHI* estándar (dicho de otro modo, el *HHI* estándar es una versión generalizada del *MHHI* suponiendo que no hay vínculos de propiedad entre las empresas). En este sentido, la modificación al *HHI* capta con elegancia varias ideas sobre los efectos de la propiedad común. En primer lugar, los efectos de la propiedad común aumentan con el tamaño de los propietarios superpuestos, como puede verse en el numerador de la fracción anterior. Las industrias más concentradas, condicionadas por la estructura de la propiedad, tienen una mayor propiedad común, como refleja el hecho de que el primer factor de la doble suma que define *MHHI* es *s_js_k*.

En segundo lugar, el grado de preocupación competitiva creado por la participación cruzada de empresas (j) y (k) es proporcional a la participación media ponderada de la propiedad en la empresa k de los propietarios de la empresa (j) . Esto se refleja en el numerador del segundo factor dentro de la doble suma que define *MHHI*.¹⁰²

En tercer lugar, y de forma más sutil, el grado de preocupación por la competencia es menor en la medida en que hay grandes propietarios de la empresa (j) . Un gran propietario de la empresa (j) tendrá, tanto por su peso en los cálculos de la empresa como por el peso del valor que obtiene de la empresa, un gran interés en garantizar

¹⁰¹ Posner, Eric, et al., *op. cit.*, p.12. [traducción propia].

¹⁰² *Idem.* [traducción propia].

que la empresa maximice sus propios beneficios lo cual puede llevar justamente a conductas como prácticas monopólicas.

Por ello en México se podría implementar una modificación a los Criterios Técnicos para el Cálculo y Aplicación de un Índice Cuantitativo para Medir la Concentración de Mercado con el fin de actualizar el índice *Herfindahl-Hirschman*, para incluir como una parte más del análisis de cualquier concentración que sea notificada, el cálculo del índice de *Herfindahl Hirschmann* modificado *MHHI* o *MHHIΔ*, con el fin de que se evalúen también los efectos de la propiedad común en las concentraciones que sean notificadas a la COFECE y se evite así una mayor concentración de mercado, como la existente con las Tres Grandes.

Esta modificación la puede llevar a cabo la COFECE derivada de las facultades regulatorias que le otorga el artículo 28 constitucional, para emitir disposiciones administrativas vinculatorias para los agentes económicos. En esta categoría entran los criterios mencionados, y para su modificación no requiere más que la aprobación por parte del Pleno, con el fin de incorporar a todos los análisis de concentraciones esta modificación al índice.

De esta manera, cuando se notifique una concentración a la *COFECE*, ésta podrá contar con una herramienta que le ayudará a determinar si la propiedad común podría ser una circunstancia de afectación a la competencia que provoque, una concentración indebida que derive en alguna práctica monopólica.

IV.2 Regulación ex post

Como ya lo hemos mencionado, la regulación ex post es una herramienta de regulación de los mercados, es punitiva y correctiva, su principal función es evitar las prácticas monopólicas, eliminar las ya existentes, eliminar las concentraciones ilícitas, así como velar por el correcto funcionamiento de los mercados mediante la apertura de procesos de investigación de concentraciones y prácticas monopólicas y la imposición de sanciones.

Ahora bien, la COFECE en el ejercicio de su función preventiva ha establecido en el artículo 86 de la LFCE el procedimiento de notificación de concentraciones como una fase ex ante preventiva al incremento del nivel de concentración de los

diferentes mercados. Al respecto, establece umbrales muy específicos para que una concentración deba ser notificada a la COFECE y autorizada por esa autoridad. En este sentido, los supuestos en los que las concentraciones deben ser notificadas conforme a los umbrales son los siguientes:

- I. Cuando el acto o sucesión de actos que les den origen, independientemente del lugar de su celebración, importen en el territorio nacional, directa o indirectamente, un monto superior al equivalente a *18 millones de veces el salario mínimo general diario vigente para el Distrito Federal*.
- II. Cuando el acto o sucesión de actos que les den origen, impliquen la acumulación del treinta y cinco por ciento o más de los activos o acciones de un Agente Económico, cuyas ventas anuales originadas en el territorio nacional o activos en el territorio nacional importen más del equivalente a *18 millones de veces el salario mínimo general diario vigente para el Distrito Federal*.
- III. Cuando el acto o sucesión de actos que les den origen impliquen una acumulación en el territorio nacional de activos o capital social superior al equivalente a *8,400,000 veces el salario mínimo general diario vigente para el Distrito Federal* y en la concentración participen dos o más Agentes Económicos cuyas ventas anuales originadas en el territorio nacional o activos en el territorio nacional conjunta o separadamente, importen más de *48 millones de veces el salario mínimo general diario vigente para el Distrito Federal*.¹⁰³

A pesar de la existencia de esta regulación, debido a la falta de actualización de las herramientas de análisis de concentraciones *ex ante* como lo es el delta del HHI, la COFECE no ha podido realizar un análisis que involucre a la propiedad común y su impacto en las decisiones de las empresas. Por lo que, las concentraciones de

¹⁰³ Ley Federal de Competencia Económica. Nueva Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 23 de mayo de 2014. Artículo 86.

propiedad común, como se vio anteriormente, pueden tener efectos en el control de las empresas que lleven a efectos anticompetitivos o incluso a colusión.

De esta manera las Tres Grandes mantienen posiciones accionarias que les permiten ejercer un control real sobre la dirección de las empresas. Por ello, en primer lugar, la *COFECE* debería ejercer sus facultades con el fin de investigar si existen indicios de la existencia de prácticas monopólicas absolutas o relativas, derivadas específicamente de la propiedad común de las Tres Grandes.

Por otro lado, las concentraciones que no tuvieron que ser notificadas debido a que no cumplían con los umbrales establecidos por la *LFCE* deberían ser investigadas debido al descubrimiento de los posibles efectos anticompetitivos que puede tener la propiedad común de las Tres Grandes sobre las empresas de diversas industrias.

La *COFECE* tiene un límite para la investigación de concentraciones que no debieron ser notificadas. Este término es de un año, el cual resulta insuficiente para que la *COFECE* pueda llevar a cabo esta investigación. Del análisis del artículo 65 de la *LFCE* que a la letra dice:

Sección IV De las Concentraciones que No Pueden ser Investigadas

Artículo 65. No podrán ser investigadas con fundamento en esta Ley, las concentraciones que hayan obtenido resolución favorable por parte de la Comisión, excepto cuando dicha resolución se haya obtenido con base en información falsa o bien cuando la resolución haya quedado sujeta a condiciones posteriores y las mismas no se hayan cumplido en el plazo establecido para tal efecto.

Tampoco podrán ser investigadas las concentraciones que no requieran ser previamente notificadas a la Comisión, una vez transcurrido un año de su realización.

Podemos afirmar que, cuando el legislador planteó el período de un año como límite para la investigación, no consideró que, independientemente del umbral establecido, algunas de estas concentraciones otorgan control sobre empresas o

tienen efectos anticompetitivos. Al respecto, podría servir de referencia el plazo de 10 años que la LFCE le otorga a la COFECE para investigar prácticas monopólicas.

En este sentido, sería pertinente encontrar un término medio entre el año otorgado para la investigación de las concentraciones que no requieren ser notificadas y este último de tal suerte, que el plazo de un año pudiera ampliarse a 5 años.

Sin duda, el aumento del plazo establecido en el artículo anterior, podría tener como consecuencia una menor certeza jurídica para los agentes económicos que realicen una operación que en principio no debía ser notificada a la COFECE, sin embargo, me parece que dicha extensión no sólo ayudaría a la COFECE a resolver la problemática existente, sino que crearía incentivos para que los agentes económicos notifiquen voluntariamente en los términos del artículo 86, las concentraciones incluso cuando a simple vista no deban ser notificadas ya que de esta forma tendrían mayor certeza en que éstas no serán investigadas posteriormente a la autorización de la COFECE.

En este sentido, la COFECE ya cuenta con las facultades para sancionar y en su caso corregir aquellas concentraciones que tengan un efecto anticompetitivo en el mercado, a pesar de no tener que ser notificadas en un inicio, Por lo que la extensión del plazo a 5 años serviría para la revisión de estas, sin necesidad de extender facultades punitivas a la misma.

Conclusiones

Finalmente, del análisis anterior se desprende la existencia de una problemática en materia de competencia económica derivada de la propiedad común de las Tres Grandes. En este trabajo se plantean modificaciones a la LFCE y normas regulatorias vigentes que permitan, por un lado, prevenir las concentraciones que tengan posibles efectos anticompetitivos en los distintos mercados y por el otro, investigar y corregir concentraciones que no requerían ser notificadas pero que a la luz de los hallazgos de propiedad común podrían producir efectos anticompetitivos.

También se han señalado las preocupaciones que por la propiedad común persisten a nivel internacional debido a que las Tres Grandes actúan con intereses alineados al momento de una votación causando presión sobre los órganos de administración.

La materia de la competencia económica une al derecho y la economía con el objetivo de mantener un crecimiento con bienestar social. Sin embargo, su regulación se ha visto rebasada por el crecimiento vertiginoso que se ha dado en el mercado de tecnología, de bienes y de servicios financieros, impactando en ocasiones negativamente a los consumidores. La problemática particular de la propiedad común implica no sólo una afectación a los consumidores, sino también al público inversionista, a las empresas, al sistema financiero nacional y al sistema financiero internacional.

De todo lo anterior, se deducen las siguientes conclusiones:

1. Las Tres Grandes mantienen posiciones de propiedad común en una gran cantidad de empresas que cotizan en los mercados bursátiles mundiales.
2. Que las posiciones de las Tres Grandes pueden tener implicaciones en materia de competencia económica que las autoridades del mundo, y en específico la *COFECE* no han evaluado.
3. Que la tendencia de voto en las asambleas de accionistas de las Tres Grandes es bastante homologada y esto puede derivar en presiones hacia los consejos de administración y directivos de empresas.
4. En México no se han tomado medidas para atender la problemática que la propiedad común de las Tres Grandes puede tener en la competencia económica y el nivel de concentración de los distintos mercados y en su caso imponer medidas correctivas.
5. Es necesario actualizar el índice HHI con el fin de que la *COFECE* pueda evaluar los efectos de la propiedad común en las concentraciones.
6. Además de lo anterior, se requiere ampliar el plazo de un año otorgado por el artículo 65 de la *LFCE* a la *COFECE* a un plazo de 5 años con el fin de que pueda realizar las investigaciones respecto a los efectos de la propiedad común.

Fuentes consultadas

Bibliografía:

Arce Gargollo, Javier. Fusión de sociedades mercantiles, México: UNAM, Instituto de Investigaciones Jurídicas, 2016.

Azar, Jose. "The Common Ownership Trilemma", University of Chicago Law Review, 87 (2020):
<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=asn&AN=142030790&lang=es&site=eds-live>

Brown, Jonathan. Oil and Revolution in Mexico. Los Ángeles: Berkley University, Oxford, 1993.

Burgoa Orihuela, Ignacio. Derecho Constitucional Mexicano. Ciudad de México: Editorial Porrúa, 2003.

Cervantes Ahumada, Raúl. Títulos Y Operaciones De Crédito. México: Porrúa, 2018.

Dávalos Mejía, Luis Carlos Felipe. Títulos Y Operaciones De Crédito. México: Oxford University Press, 2012.

González Uribe, Héctor. Teoría política. México: Editorial Porrúa, 2013.

Gutiérrez Baylón, Juan de Dios. Derecho de los Tratados. Editorial Porrúa, 2010.

Lambert, Thomas. "Mere Common Ownership and the Antitrust Laws", Boston College Law Review, 61 (2020):
<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=asn&AN=147288913&lang=es&site=eds-live>

Lianos, Ioannis, Alina Velias, Dmitry Katalevsky y George Ovchinnikov. "Financialization of the food value chain, common ownership and competition law", European Competition Journal, 16 (2011): doi: 10.1080/17441056.2020.1732682.

Martínez Castillo, Carlos, Jesús De la Fuente Rodríguez. El impacto de la globalización en la regulación financiera en México. México: Ciudad de México: Editorial Porrúa, 2004.

Mendoza Bremauntz, Emma Carmen, Juana Feria Pascual, Héctor Benito Morales Mendoza y Dora Margarita Arévalo de León.

- Díaz. Enciclopedia Jurídica de la Facultad de Derecho de la UNAM, Tomo XI, Derecho Económico. Ciudad de México: UNAM-Editorial Porrúa, 2018.
- Mendoza Bremauntz, Emma. Teoría económica. México: IURE Editores, 2017.
- Montesquieu, C., Moreno, D. and Estévez, N., 1987. Del espíritu de las leyes. 7a ed. México: Porrúa, p.104.
- Motta, Massimo. Política de competencia. Teoría y Práctica. Ciudad de México: FCE, UNAM, COFECE y CIDE, 2018.
- Odudu, Okeoghene. The boundaries of EC competition law. Oxford: Oxford Univ. Press, 2007. <https://oxford-universitypressscholarship-com.pbidi.unam.mx:2443/view/10.1093/acprof:oso/9780199278169.001.0001/acprof-9780199278169-chapter-4>.
- Peredo Rivera, Amílcar. Derecho de la Competencia Económica, teoría y práctica. México: Porrúa, 2004.
- Ramírez Hernández, Ricardo. Manual de derecho económico. México: FCE-IIJ UNAM, 2018.
- Samuelson, Paul and William D. Nordhaus. Macroeconomía con aplicaciones. España: McGraw-Hill Interamericana, 2019. <https://ebookcentral.proquest.com/lib/bibliodgbsp/detail.action?docID=5808924>.
- Sánchez Domínguez, Francisco. “Fusión y transformación de sociedades mercantiles”, Revista de Derecho Notarial, (1985).
- Ulrich Schwalbe, Ulrich. “Common Ownership and Competition – The Current State of the Debate”, Journal of European Competition Law & Practice, 9 (2018): 596–603. <https://doi-org.pbidi.unam.mx:2443/10.1093/jeclap/lpy050>
- Schwalbe, Ulrich. “Common Ownership und Wettbewerb - der aktuelle Stand der Diskussion - Teil 1: - Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen, theoretische Analysen der Auswirkungen von Common Ownership”, Wirtschaft und Wettbewerb, (2021): 130–137. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=eoh&AN=EP142073900&site=ehost-live>

Artículos académicos:

- Anaya Ayala, Jorge; Ruiz Torres, Eugenio; Trejo Guzmán, Ricardo V. Evolución del derecho de la competencia en México. *Boletín Mexicano de Derecho Comparado*, [S.l.], jan. 2009. ISSN 2448-4873. Disponible en: <<https://revistas.juridicas.unam.mx/index.php/derecho-comparado/article/view/4574/5867>>. doi:<http://dx.doi.org/10.22201/ijj.24484873e.2009.126.4574>.
- Anderson, Alan. "Conscious Parallelism in the Use of Delivered Pricing Systems: A Modified Per Se Standard of Review Under the Federal Trade Commission", *Cornell Law Review*, 66 (1981): 1194-1217. <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4257&context=clr>
- Anton, Miguel, Florian Ederer, Mireia Gine y Martin Schmalz. "Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives" *Ross School of Business Paper No. 1328*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 511/2017, (2016). <https://ssrn.com/abstract=2802332> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2802332> (Traducción propia).
- Azar, José and Martin Schmalz and Isabel Tecu. "Anticompetitive Effects of Common Ownership", *Journal of Finance*, 73 (2018). <https://ssrn.com/abstract=2427345> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2427345>
- Bebchuk, Lucian and Scott Hirst. "Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy", *Columbia Law Review*, 119 (2019): 2029-2146. <https://ssrn.com/abstract=3282794>
- _____. "The Specter of the Giant Three", *Boston University Law Review*, 99 (2019): 721-741. <https://ssrn.com/abstract=3385501>
- Bogle, John. *Stay the Course: The Story of Vanguard and the Index Revolution*. Estados Unidos: Willey, 2018.
- Coates, John. "The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve", *Harvard Public Law Working Paper No. 19-07*, 2018. <https://ssrn.com/abstract=3247337>

- Dallas, George. "Common Ownership: Do Institutional Investors Really Promote Anti-Competitive Behavior?" Harvard Law School Forum On Corporate Governance, 2018. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/12/02/common-ownership-do-institutional-investors-really-promote-anti-competitive-behavior/>.
- Deepthi Fernando, Leora Klapper, Victor Sulla y Dimitri Vittas. "The Global Growth of Mutual Funds", Policy Research, (2003). <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/18182>
- Dennis, Patrick J. and Gerardi, Kristopher S. and Schenone, Carola, Common "Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry" (2021). Journal of Finance, Forthcoming, Disponible en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3063465> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3063465>
- De la Rosa Mendoza, Juan Ramiro et al, Bacomext. "La Sustitución De Importaciones, La Apertura Comercial Y El Desarrollo De La Economía Mexicana". Reimpresión, Ciudad de Mexico: Bancomext, 2016. p. 39.
- Deville, Laurent. "Exchange Traded Funds: History, Trading and Research". En Zopounidis, Constantine, Michael Doumpou and Panos M. Pardalos (Eds.) Handbook of Financial Engineering, 18 (2008): 67-98. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00162223/document>
- Elhauge, Einer. "The Growing Problem of Horizontal Shareholding", Antitrust Chronicle, 3 (2017): 17-36. <https://ssrn.com/abstract=2988281>
- _____. "New Evidence, Proofs, and Legal Theories on Horizontal Shareholding". (2018). Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3096812> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3096812>
- Fichtner, Jan, Eelke Heemskerk and Javier Garcia-Bernardo. "Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk," Business and Politics, 19 (2017): 298–326. doi: 10.1017/bap.2017.6.

- Gramlich, Jacob & Grundl, Serafin. "The Effect of Common Ownership on Profits: Evidence From the U.S. Banking Industry. Finance and Economics Discussion Series". 2018. 10.17016/FEDS.2018.069. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/the-effect-of-common-ownership-on-profits-evidence-from-the-us-banking-industry.htm>
- Griffin, Caleb. "Margins: Estimating The Influence Of The Big Three On Shareholder Proposals". Oxford Business Law, University Of Oxford, Faculty Of Law, 2020. <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/07/margins-estimating-influence-big-three-shareholder-proposals>.
- Jie (Jack) He, Jiekun Huang. "Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings", The Review of Financial Studies, 30 (2017). <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx028>
- Mancini, James and Anita Nyeso. "Common Ownership By Institutional Investors And Its Impact On Competition: OECD Background Paper". SSRN Electronic Journal OECD, (2017). doi:10.2139/ssrn.3862513.
- Mauboussin, Michael, Dan Callahan and Darius Majd. "How Passive Investing Shapes Active Management", Credit Suisse, 2017. https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document_id=x745112&serialid=knrGGNw%2Bo620toTTx96qBQ%3D%3D
- O'Brien, Daniel P. and Waehrer, Keith, "The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less than We Think". (2017). Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2922677> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2922677>
- Posner, Eric, Fiona Scott Morton and Eric Glen Weyl. "A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors" Antitrust Law Journal, Forthcoming, (2017). <https://ssrn.com/abstract=2872754>
- Sarıtaş, Hakan. "Indexing and Index Funds", Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi, 19 (2004): 31-44.

https://www.researchgate.net/publication/261056674_INDEXING_AND_INDEX_FUNDS

Solís M., L. (1969). "La evolución económica de México a partir de la Revolución de 1910". *Estudios Demográficos y Urbanos, Colegio de México*, 3(01), 1-24. doi:<http://dx.doi.org/10.24201/edu.v3i01.99>

Tarassov, Evgeni. "Exchange Traded Funds (ETF): History, Mechanism, Academic Literature Review and Research Perspectives", *Journal of Corporate Finance Research*, 38 (2016): 89-108. <https://ssrn.com/abstract=2819646>

U.S. Securities and Exchange Commission, Office of Investor Education and Advocacy, *Mutual Funds and ETFs. A Guide for Investors*, (s.f.): pp. 4-45.

<https://www.sec.gov/investor/pubs/sec-guide-to-mutual-funds.pdf>

_____. *Investor Bulletin: Index Funds*, 2018.

https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_indexfunds

Artículos periodísticos:

Bogle, John. "How the Index Fund Was Born". *Wall Street Journal*, 3 de septiembre de 2011.

https://www.wsj.com/articles/SB10001424053111904583204576544681577401622?mod=article_inline

Estañol, Adrián. "Blackrock Y Vanguard: 16 Billones De Dólares Detrás De Las Vacunas". *Expansión*, 8 de marzo de 2021.

<https://expansion.mx/mercados/2021/03/08/blackrock-y-vanguard-16-billones-de-dolares-detras-de-las-vacunas>.

Forbes Adversatorial. "Vanguard Trae Al Mercado Mexicano Su Primer ETF Local". *Forbes*, 30 de septiembre de 2019.

<https://www.forbes.com.mx/vanguard-trae-al-mercado-mexicano-su-primer-etf-local/>.

Lowrey, Annie. "Could Index Funds Be 'Worse Than Marxism'?". *The Atlantic*, 5 de abril de 2021. <https://www.theatlantic.com/ideas/archive/2021/04/the-autopilot-economy/618497/>.

McLaughlin, David and Annie Massa. "The Hidden Dangers Of The Great Index Fund Takeover". Bloomberg Businessweek, 9 de enero 2020.
<https://www.bloomberg.com/news/features/2020-01-09/the-hidden-dangers-of-the-great-index-fund-takeover>.

Ocaranza, Claudia y Queletzú Aspra. "Blackrock, El Emporio Global Que Avanza En Las Pensiones Latinoamericanas.". Proceso, 28 de junio de 2021.
<https://www.proceso.com.mx/internacional/2021/6/28/blackrock-el-emporio-global-que-avanza-en-las-pensiones-latinoamericanas-266713.html>.

Diccionarios:

Campbell, Henry. Black's Law Dictionary. Estados Unidos: St. Paul West, 1968.
Universidad Nacional Autónoma de México, Instituto de Investigaciones Jurídicas.
Diccionario Jurídico Mexicano: Tomo IV, E-H. México: Editorial Porrúa, 1982.

Legislación extranjera:

Estados Unidos:

Clayton Act 1950, 15 USCA 12 et seq.: 31-32.

<https://www.justice.gov/atr/file/761131/download>

Sherman Act 1890, USCA 1 et seq.: 28-31, 482.

<https://www.justice.gov/atr/file/761131/download>

Unión Europea:

European Central Bank, 2014, 2014/810/EU: Guideline of the European Central Bank of 4 April, 2014 on monetary and financial statistics (ECB/2014/15), Official Journal of the European Union, Glossary. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014O0015&from=EN>

Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero o Tratado de París de 1951. 1951., p. 68. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:11951K/TXT>

Legislación Mexicana:

Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, Artículo 28.

Gaceta Parlamentaria, LXII Legislatura, Proyecto de Decreto que reforma la Ley Federal de Competencia Económica y el artículo 254 del Código Penal Federal, año XVII, Palacio Legislativo de San Lázaro, 20 de febrero de 2014, Número 3966-III, Anexo III. pp. 4-8.

<https://legislacion.scjn.gob.mx/Buscador/Paginas/wfProcesoLegislativoCompleto.aspx?q=pwUhdNvCSySjs8D73SRJEJ5Du0sPfBUn2dvznqgZhPping4Tb3Kb6SGdePRc3Y+o0CTSxCIO149VYE2jCNHO3A==>

Ley del Mercado de Valores. Nueva Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005

http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

Ley Federal de Competencia Económica. Nueva Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 23 de mayo de 2014.

http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LFCE_200521.pdf

Casos:

México:

Tribunales:

Tesis 1ª/J. 72/2008, Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta, Novena Época, t. XXVIII, septiembre de 2008, p. 143.

Tesis I 2a./J. 95/2015 (10a.), Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta, Décima Época, t. I, agosto de 2015, p. 812.

Tesis I.4º. A. J/66, Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta, Novena Época, t. XXVIII, noviembre de 2008, p. 1244.

Tesis P./J. 18/2004, Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta, Novena Época, t. XIX, marzo de 2004, p. 997.

Tesis I.2o.A.E. J/2, Décima Época. Tribunales Colegiados de Circuito. Gaceta del Semanario Judicial de la Federación, Libro 40, marzo de 2017, Tomo IV, Pág. 2379.

Resoluciones de la COFECE:

Versión pública de la resolución del expediente IO-006-2016 emitida por el Pleno el catorce de enero de dos mil veintiuno, p. 2090.

Versión pública de la resolución del expediente CNT-031-2011 emitida por el Pleno el veinticuatro de enero de dos mil doce, p. 60.

Estados Unidos:

Continental TV Inc. v. GTE-Sylvania Inc. 433 U.S. 36 (1966).

Dr. Miles Medical Company, Petitioner, v. John D. Park & Sons Company. 220 U.S. 373 (1911).

Standard Oil Company of New Jersey v. United States. 221 U.S. 1 (1911).

United States v. American Tobacco Co. 221 U.S. 106 (1897).

United States V. Trans-Missouri Freight Ass'n. 166 U.S. 290 (1897).

Unión Europea:

IV/33.814--Ford/Volskwagen, L20/14 (1992).

Case M.7932, Dow/DuPont, Decision C (2017). § 2352.

Caso M.8084, Bayer/Monsanto, Decision C (2018)