

MINORITY SHAREHOLDINGS E CONTROLLO DELLE CONCENTRAZIONI: *NIHIL SUB SOLE NOVI* ?

Gustavo Olivieri¹

Keywords: competition; merger; control; shareholding; company; unfair competition, structural links; unilateral effects; efficiencies; unfair competition

Abstract: *The article deals with a recent UE Commission staff working document on the interplay between minority shareholdings and European Antitrust Law. According to this document, the European Merger Regulation should apply not only to the acquisition of the control, but also when a firm is in the position to interfere with the main strategic decision of a competitor by mean of a minority shareholding. The Author critically analyzes the arguments on which this thesis is grounded, raising the conclusion that the costs related to its implementation could exceed the benefits outlined by the Commission. In addition, the unfair use of shareholder rights by a competitor could be tackled using other sets of rules as company law or unfair competition law.*

1. LO STUDIO DELLA COMMISSIONE SULL'ACQUISTO DI PARTECIPAZIONI DI MINORANZA IN IMPRESE CONCORRENTI

Nel giugno del 2013 la Commissione Europea ha sottoposto a consultazione pubblica una proposta volta ad estendere l'ambito di applicazione del regolamento n. 139/2004 sul controllo delle concentrazioni all'acquisto di

partecipazioni di minoranza (*minority shareholdings*). Alla luce dei commenti ricevuti, non tutti favorevoli alla proposta, la *roadmap* tracciata dalla DG *Competition* prevede, entro il 2014, la pubblicazione di un Libro Bianco sull'argomento.

Le caratteristiche essenziali del documento sono state già illustrate nel numero zero della rivista². Con questo articolo si vorrebbe aprire una discussione sul merito della proposta presentata dalla Commissione³ al fine di valutare se le premesse, gli obiettivi e gli strumenti a tal fine individuati meritino di essere condivisi e, nei limiti del possibile, coltivati anche a livello nazionale.

La premessa del ragionamento dalla quale muove la Commissione è che l'acquisto di partecipazioni di minoranza in imprese concorrenti, anche quando non dia luogo ad una modifica duratura del controllo (i.e. *non-controlling minority shareholdings*), sia comunque in grado di creare un collegamento strutturale (*structural link*) che l'acquirente potrebbe sfruttare per condizionare il comportamento e l'autonomia decisionale dell'impresa *target*. Il pregiudizio per la concorrenza che da tali vincoli potrebbe derivare, sebbene meno intenso di quello ricollegabile all'acquisto del controllo ai sensi del regolamento UE n.

² Si veda il contributo di O. Main, *Extending the scope of the EU merger regulation to the acquisition of non-controlling minority shareholdings* pubblicato nel numero 0 di questa rivista.

³ Commission Staff Working Document: *Towards more effective EU merger control*, del 25.6.2013 e relativi allegati.

¹ Professor at LUISS University, Rome

139/2004, viene tuttavia giudicato significativo, potendo risolversi, a seconda dei casi:

- (a) in una riduzione della pressione concorrenziale fra le imprese collegate, a sua volta indotta da una riduzione degli incentivi a competere sullo stesso mercato (*unilateral effects*);
- (b) nell'agevolazione di comportamenti paralleli di tipo collusivo, grazie all'accesso e all'utilizzo d'informazioni riservate relative alla gestione dell'impresa partecipata (*coordinated effects*);
- (c) nel caso d'impresa verticalmente integrate, nelle maggiori difficoltà di accesso dei concorrenti a input o a clienti della partecipata (*vertical effects*).

Il secondo postulato accolto nel documento in esame è che gli effetti anticompetitivi (potenzialmente) derivanti dall'acquisto di *minority shareholdings* in imprese concorrenti non possano essere efficacemente contrastati facendo uso dello strumentario normativo attualmente a disposizione della Commissione. Infatti, la disciplina sulle operazioni di concentrazione (e l'obbligo di notifica preventiva che da essa discende) non trova applicazione, come noto, laddove la partecipazione di minoranza acquisita non attribuisca il controllo (individuale o, quanto meno, congiunto) della impresa *target*. Né, d'altra parte, sarebbe possibile, secondo le autorità comunitarie, ricorrere agli articoli 101 e 102 del Trattato, attesa la difficoltà di ricondurre i comportamenti in precedenza descritti nell'ambito, rispettivamente, delle intese restrittive della concorrenza o dell'abuso di posizione dominante.

Da qui la proposta, avanzata nel documento, di estendere l'ambito di applicazione del regolamento n. 139/2004 anche all'acquisto di partecipazioni di minoranza in grado di determinare vincoli strutturali fra imprese

concorrenti (*structural links*), sulla falsariga di quanto già previsto dalle legislazioni di alcuni Stati membri (come la Germania o il Regno Unito) e dagli USA⁴.

Peraltro, poiché la stessa Commissione si rende conto che i casi problematici connessi all'acquisizione di "*non-controlling minority shareholdings*" saranno piuttosto limitati, essa rinvia pertanto ad una successiva fase della consultazione la scelta del sistema da adottare per sottoporre a scrutinio questa diversa tipologia di operazioni, limitandosi per il momento ad indicare l'alternativa fra un modello di notifica preventiva (eventualmente collegato al superamento di determinate soglie minime di capitale dell'impresa *target*) analogo a quello attualmente utilizzato per le concentrazioni, da un lato; e, dall'altro, un sistema di *self-assessment* che rimette sostanzialmente alle imprese la responsabilità (ed il rischio) di una valutazione preventiva degli effetti (anti-)concorrenziali derivanti dall'acquisto della partecipazione di minoranza.

2. PARTECIPAZIONI DI MINORANZA E REGOLAMENTO SUL CONTROLLO DELLE CONCENTRAZIONI DI DIMENSIONE COMUNITARIA

Non è questa la sede per entrare nei dettagli tecnici della proposta avanzata dalla Commissione. Qualche riflessione di carattere generale sulla sua utilità appare, tuttavia, consentita e, fors'anche, doverosa, anche alla

⁴ Per un confronto fra il sistema comunitario e i regimi vigenti in altri Paesi v. S. Miller - M. Raven - D. Went, *Antitrust Concerns from Partial Ownership Interest Acquisitions: new Developments in the European Union and United States*, Competition Policy International, December 2012.

luce della evoluzione delle disciplina comunitaria e nazionale sul controllo delle concentrazioni. Il problema (della valutazione) delle partecipazioni di minoranza nel diritto antitrust, infatti, non può certo dirsi nuovo, essendo stato affrontato dalla giurisprudenza comunitaria già prima della emanazione del regolamento CE n. 4064/89, a partire dai casi *Continental Can*⁵ e *Philip Morris*⁶. In quelle pronunce, come si ricorderà, i Giudici comunitari stabilirono che l'acquisto di una partecipazione di minoranza, sebbene non integrasse di per sé una violazione del divieto d'intese restrittive all'epoca sancito dall'art. 85 del Trattato CEE, poteva essere utilizzato dall'acquirente come strumento per influenzare le decisioni commerciali di un concorrente qualora inserito in un più ampio accordo di cooperazione fra le due imprese, ovvero come primo passo verso l'acquisizione del controllo dell'impresa *target*. Allo stesso modo, la Corte ammise la possibilità di applicare l'art. 86 del Trattato alla fattispecie in esame laddove l'impresa in posizione dominante, attraverso l'acquisto di una *minority shareholding*, fosse in grado di esercitare il controllo o, quanto meno, un certo grado di condizionamento sulle decisioni dell'impresa partecipata.

Successivamente alla entrata in vigore del regolamento CEE n. 4064/89, la Commissione ha avuto modo di chiarire a più riprese, sin dalla prima Comunicazione del 1990⁷, che

⁵ Corte Giust. CE, caso 6772, *Continental Can c. Commissione*, 1973, in Racc. 216.

⁶ Corte giust. CE, casi 142 e 156/84, *British American Tobacco c. Commissione*, in Racc. 1987, 4487.

⁷ Comunicazione della Commissione concernente le operazioni di concentrazione e di cooperazione a norma del Regolamento (CEE) n. 4064/89 del Consiglio, in *GUCE* C 203 del 14.8.1990).

“l'assunzione di una partecipazione di minoranza in un'impresa può essere considerata una concentrazione ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. b) del regolamento soltanto se il nuovo azionista acquisisce la possibilità di esercitare una influenza decisiva sull'attività dell'impresa” (ivi, par. 37). Viceversa, “fintantoché non è raggiunto il limite di un'influenza decisiva singola o congiunta, il regolamento non è applicabile” e “la valutazione in forza della normativa in materia di concorrenza sarà effettuata ricorrendo soltanto ai criteri stabiliti negli articoli 85 e 86 del trattato CEE e sulla base delle consuete norme procedurali per le pratiche restrittive e gli abusi di posizione dominante” (ivi, par. 38).

3. GLI ARGOMENTI A FAVORE DI UN AMPLIAMENTO DELL'AMBITO DI APPLICAZIONE DEL REGOLAMENTO SUL CONTROLLO DELLE CONCENTRAZIONI AI CC.DD. “*STRUCTURAL LINKS*”

Quali sono, dunque, le ragioni che hanno indotto la Commissione, a distanza di un quarto di secolo dalla emanazione del primo regolamento sul controllo delle concentrazioni, a rivedere la propria impostazione in tema di (valutazione delle) *minority shareholdings* e ad invocare un ampliamento dei suoi poteri antitrust “*to intervene in problematic cases of structural links?*”

Rispondere a questo interrogativo non è agevole e qui si possono formulare solo delle ipotesi. Qualche spunto di riflessione e di dibattito può forse trarsi dai due allegati tecnici ai quali la Commissione affida il delicato compito d'illustrare, rispettivamente, le ragioni di ordine economico e giuridico che dovrebbero convincere della utilità/necessità

della invocata riforma. Nel primo di essi si dà conto dei risultati ai quali è pervenuta la letteratura economica in tema di “*structural links*” fra imprese concorrenti (c.d. *theory of harm*). Nel secondo si menzionano alcuni casi emblematici nei quali la Commissione non è stata in grado d'intervenire in base al diritto antitrust vigente per eliminare gli effetti anticoncorrenziali prodotti (o resi possibili) dall'acquisto di *non-controlling minority shareholdings*.

Le evidenze fornite in questi documenti sono tali da giustificare un cambiamento così radicale della nozione di concentrazione come quello prospettato dal documento in consultazione? Anche su questo sembra lecito sollevare qualche dubbio e avanzare alcune riserve.

Dal punto di vista economico, la tesi secondo la quale l'acquisto di una partecipazione di minoranza in una impresa concorrente produrrebbe sempre e comunque un effetto anticoncorrenziale anche a prescindere dalla possibilità d'incidere in maniera significativa sulle sue scelte gestionali, in quanto si tradurrebbe in un disincentivo a competere, forse prova troppo, o troppo poco. Troppo, perché se l'obiettivo delle Autorità di concorrenza è quello di eliminare qualsiasi possibilità di condizionare, anche indirettamente, il comportamento di un concorrente, allora bisognerebbe vietare *tout court* l'acquisto di partecipazioni in imprese concorrenti⁸. Troppo poco, perché se invece lo

scopo della norma è quello di evitare l'esercizio di una influenza qualificata (ancorché non decisiva ai sensi del vigente regolamento sul controllo delle concentrazioni) sulla gestione e sulle strategie dell'impresa partecipata, allora non sembra corretto affermare che l'acquisto di una partecipazione di minoranza, di per sé, conferisca al suo titolare un diritto d'ingerirsi nella gestione dell'impresa *target*, a meno che l'acquisto in parola non sia accompagnato da accordi parasociali o assistito da altri strumenti idonei ad attribuire un siffatto potere (si pensi, ad es., al diritto dei portatori di strumenti finanziari partecipativi di nominare un componente del C.d.A. o dell'organo di controllo della società partecipata).

4. ACQUISTO DEL CONTROLLO E NOZIONE DI CONCENTRAZIONE: UN BINOMIO ANCORA VALIDO ?

Sotto questo profilo, la scelta del legislatore (nazionale e comunitario) di ancorare la disciplina delle concentrazioni alla nozione di controllo (individuale o congiunto), a sua volta identificata (e identificabile) nella possibilità di esercitare una influenza determinante sull'impresa controllata appare tuttora valida, in quanto capace di cogliere una differenza di tipo qualitativo (e non meramente quantitativo) fra condizionamenti esterni e condizionamenti interni all'impresa partecipata. Rientrano nella prima categoria quei condizionamenti, di carattere economico e/o giuridico, che altri concorrenti possono esercitare attraverso una pluralità di strumenti (ivi incluse, ovviamente,

⁸ Sull'esempio di quanto è stato recentemente fatto in Italia con la introduzione del divieto d'*interlocking* nel settore bancario e finanziario ai sensi dell'art. 36, l. n. 216/2011, Sulle ricadute concorrenziali di tale disposizione si veda, in dottrina, F. Ghezzi, *Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto anti-*

interlocking nell'ordinamento italiano, in R. Santatgata, a cura di, *La disciplina dei legami personali*, Giappicchelli, Torino, 2011.

le partecipazioni di minoranza) senza tuttavia privare l'impresa partecipata della propria autonomia decisionale. Si pensi, ad esempio, all'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori, che ai sensi dell'art. 2393-bis c.c., può essere promossa anche da una minoranza qualificata del capitale; ovvero alla possibilità di chiedere l'intervento del giudice ai sensi dell'art. 2409 c.c.; ovvero ancora all'ipotesi in cui lo statuto preveda *quorum* particolarmente elevati per l'approvazione di delibere volte a modificarne determinate clausole. In tutti questi casi, l'azionista di minoranza, al di là dei vincoli finanziari che lo legano alla impresa partecipata, è certamente in grado di esercitare una pressione, o se si preferisce una influenza significativa, sul management della società partecipata, ma difficilmente potrà orientarne o condizionarne in modo unilaterale le scelte strategiche.

Allo stesso modo non convince del tutto, sia pure per ragioni in parte diverse, la teoria degli effetti coordinati, secondo la quale l'acquisto di partecipazioni di minoranza in imprese concorrenti faciliterebbe la collusione tacita fra esse "*in order to achieve supra-competitive profits*"⁹. Si dice, a sostegno di questa tesi, che attraverso la partecipazione di minoranza l'impresa acquisterebbe la possibilità di utilizzare piani e/o informazioni commerciali riservate altrimenti non accessibili ai concorrenti. Si tratta, però, di un argomento che non sembra trovare solido fondamento nel diritto societario vigente, il quale non solo vieta agli amministratori di agire in conflitto d'interessi e di avvalersi in proprio (o di comunicare a terzi)

informazioni riservate circa la gestione della società; ma, soprattutto, non riconosce al socio in quanto tale alcun privilegio in ordine alle informazioni (a cominciare da quelle contenute nel bilancio) relative alla gestione della società. Ancora una volta, dunque, eventuali criticità sotto il profilo concorrenziale potranno sorgere solo là dove la partecipazione di minoranza venga acquistata ed utilizzata nel quadro di una più ampio accordo di tipo collusivo tra la l'impresa acquirente e l'impresa target e/o i suoi soci di controllo.

5. I CASI CITATI DALLA COMMISSIONE A SOSTEGNO DELLA OPPORTUNITÀ DI AMPLIARE L'AMBITO DI APPLICAZIONE DELLA DISCIPLINA SUL CONTROLLO DELLE CONCENTRAZIONI

Anche i casi che hanno indotto la Commissione a progettare l'ampliamento dei poteri in materia di controllo delle concentrazioni non sembrano fornire un adeguato supporto alla tesi di fondo, secondo la quale gli effetti restrittivi della concorrenza derivanti dall'acquisto di *minority shareholdings* non potrebbero essere altrimenti sanzionati in base alla vigente normativa antitrust. In particolare, non convince l'assunto a stregua del quale i comportamenti di cui si discute non sarebbero efficacemente perseguibili utilizzando gli articoli 101 e 102 TFUE, come dimostrerebbe il caso *Ryanair/Aer Lingus* citato dalla Commissione. In vista dell'acquisto del controllo di Aer Lingus, Ryanair aveva acquistato una partecipazione di minoranza nell'impresa target (pari al 29,4% del capitale) che è stata mantenuta anche dopo che la Commissione aveva vietato la concentrazione. Aer Lingus ha presentato ricorso alla

⁹ Annex I to the Commission Staff Working Document, *Economic Literature on non-controlling minority shareholdings* ("*Structural links*"), (45), p. 11.

Commissione lamentando che Ryanair avrebbe utilizzato la sua *minority shareholding* per condizionare l'attività della società ed ostacolarne lo sviluppo concorrenziale attraverso l'utilizzo dei diritti derivanti dalla sua partecipazione di minoranza. Tuttavia, secondo la Corte di Giustizia, la Commissione non avrebbe il potere d'intervenire ordinando la cessione di detta partecipazione, in quanto la fattispecie non rientrerebbe nell'ambito di applicazione del regolamento comunitario sul controllo delle concentrazioni¹⁰. Una lacuna, si fa notare, tanto più difficile da giustificare laddove si consideri che il potere della Commissione di valutare gli effetti anticoncorrenziali derivanti da partecipazioni di minoranza, invece, sussiste, ed è stato effettivamente utilizzato in diverse occasioni, qualora il legame strutturale fra imprese si collochi nell'ambito di una (più ampia) operazione di concentrazione soggetta ad obbligo di notifica preventiva.

Ulteriori profili problematici deriverebbero poi, secondo la Commissione, dalla difficoltà di ricondurre la fattispecie in esame nell'ambito della nozione di "accordo" prevista dall'art. 101 del Trattato, in particolare qualora l'acquisto delle partecipazioni azionarie di minoranza abbia ad oggetto società quotate in borsa.

6. UTILIZZO STRUMENTALE DELLE PARTECIPAZIONI DI MINORANZA A FINI ANTICONCORRENZIALI: COSTI (ELEVATI) E BENEFICI (MODESTI) DELLA PROPOSTA COMUNITARIA

Gli inconvenienti sopra rappresentati giustificano una modifica così radicale come quella invocata dalla Commissione ed una estensione della disciplina sul controllo delle concentrazioni ad operazioni oggettivamente diverse sotto il profilo concorrenziale come quelle di cui si discute?

Prima di rispondere affermativamente sembra necessario condurre un'analisi costi/benefici più accurata che tenga conto non solo del diritto antitrust vigente, ma anche di ogni altro strumento che l'ordinamento giuridico (nazionale e comunitario) mette a disposizione delle imprese partecipate per reagire contro comportamenti ostruzionistici dei concorrenti, a cominciare dalle norme di diritto societario e da quelle in tema di concorrenza sleale. E' infatti evidente che laddove determinati comportamenti fossero da considerare già vietati ai sensi delle citate disposizioni, un intervento *ex ante* dell'Autorità antitrust sarebbe più difficile da giustificare.

Inoltre, laddove i legami strutturali fossero parte di una più ampia strategia di coordinamento fra imprese concorrenti, sia a livello orizzontale che verticale (come nel caso dell'acquisto di partecipazioni incrociate in misura eccedente un determinato ammontare)¹¹, le Autorità di concorrenza ben

¹⁰ EU Court of Justice. CE, caso T-411-07, *Aer Lingus c. Commissione*, 2010, in Racc. II-3691.

¹¹ Non è senza rilievo, anche ai fini che qui interessano, richiamare la disciplina dettata in Italia dall'art. 121 del t.u.f. per disciplinare (e limitare) l'acquisto di partecipazioni incrociate in società con titoli quotati in borsa, che non può eccedere il 2% delle azioni aventi diritto di voto. Sulla nozione di contatto qualificato

potrebbero valutare tale comportamento alla stregua di un “contatto qualificato” e, dunque, di una pratica facilitante ai sensi dell’art. 101, del Trattato imponendo, nei casi più gravi, i rimedi strutturali previsti dall’art. 9 del regolamento 1/2003.

In questa prospettiva, dunque, è auspicabile che il Libro Bianco annunciato dalla Commissione possa fornire i necessari chiarimenti e rispondere ai numerosi interrogativi sollevati dalla sua proposta, a cominciare dai costi che verrebbero fatti gravare sulle imprese e dalla individuazione dei benefici (allo stato, invero, alquanto modesti) che la modifica proposta comporterebbe.

rilevante ai fini dell’applicazione del divieto di pratiche concordate sancito dall’art. 101 TFUE v. in dottrina, F. Ghezzi-M. Maggiolino, *Le pratiche concordate nel diritto antitrust europea, ossia: quando giochi a carte, tienile coperte*, in *Riv. Società*. 2013, I, 1238.

REFERENCES

O. Main, *Extending the scope of the EU merger regulation to the acquisition of non-controlling minority shareholdings* pubblicato nel numero 0 di questa rivista.

S. Miller - M. Raven - D. Went, *Antitrust Concerns from Partial Ownership Interest Acquisitions: new Developments in the European Union and United States*, Competition Policy International, December 2012

F. Ghezzi, *Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto anti-interlocking nell'ordinamento italiano*, in R. Santatgata, a cura di, *La disciplina dei legami personali*, Giappichelli, Torino, 2011

F. Ghezzi-M. Maggiolino, *Le pratiche concordate nel diritto antitrust europea, ossia: quando giochi a carte, tienile coperte*, in *Riv. Società*. 2013, I, 1238¹²

¹² Gustavo Olivieri, *Minority shareholdings e controllo delle concentrazioni: nihil sub sole novi?*.
DOI: 10.12870/iar-9933.