



# IL CASO RYANAIR/AERLINGUS: TEMPI MATURI PER UN'ANALISI CONCORRENZIALE DELLA STRUTTURA DEL MARKET FOR CORPORATE CONTROL

MARIO CISTARO\*

*La concorrenza sul mercato può essere ridimensionata impedendo al mercato dei capitali di operare liberamente. Il caso Ryanair/AerLingus materializza il legame in questione e rivela un gap nella normativa europea in materia di concentrazioni. Tuttavia, spingendo i temi che il caso solleva verso un orizzonte più ampio rispetto alla constatazione della lacuna normativa emersa, sono le considerazioni in relazione alla struttura del market for corporate control che meritano più ampia riflessione. È evidente, infatti, che se le restrizioni al ricorso al mercato dei capitali possono costituire uno strumento di riduzione del grado generale di concorrenza dei mercati non finanziari rilevanti, il tema della definizione della struttura del primo diviene ineludibile. Resta soltanto da verificare l'intersezione tra gli strumenti normativi di cui avvalersi e le loro finalità, e quindi tutela della concorrenza e del risparmio.*

La partecipazione di minoranza al capitale di AerLingus ha consentito a Ryanair di indebolire l'azione concorrenziale della prima attraverso il condizionamento delle strategie di ridefinizione del corporate societario sul mercato dei capitali. Questo è il passaggio della decisione del Competition Appeal Tribunal (CAT) che desta particolare interesse. Infatti, l'esame congiunto da parte della Commissione e della *Competition and Mar-*

\* Freshfields Bruckhaus Deringer LLP - [mario.cistaro@freshfields.com](mailto:mario.cistaro@freshfields.com)



*kets Authority* (CMA) britannica della nota vicenda, oltre a far emergere un gap nella normativa europea in materia di concentrazioni, ha posto esplicitamente due temi: il primo relativo all'identificazione degli effetti restrittivi della concorrenza che derivano direttamente dall'assetto finanziario del corporate societario, il secondo, di portata più ampia, relativo alla dimostrazione dei benefici, in termini di generale innalzamento della concorrenzialità dei mercati, connessi ad un andamento concorrenziale del mercato azionario con riferimento alla contesa per il controllo delle società per azioni. Proprio quest'ultimo tema conduce ad una questione fondamentale relativa alla definizione della struttura del mercato del controllo societario e degli strumenti normativi di cui avvalersi a tal fine. Questo breve commento anticipa una più ampia riflessione su questi temi che sarà oggetto di un lavoro monografico di imminente pubblicazione.

Andando con ordine, in primo luogo occorre far riferimento alla pronuncia del CAT che, grazie ad una diversa formulazione della disciplina normativa antitrust britannica, ha posto fine al famoso caso citato, confermando la decisione della authority inglese di intervenire, riducendole in maniera sostanziale, sulle partecipazioni di minoranza. Della decisione vengono rapidamente esaminati i presupposti e il contesto normativo. Rilevano, come già evidenziato sopra, i riferimenti alla struttura concorrenziale del mercato del controllo societario, ritenuto dall'autorità inglese il presupposto necessario per assicurare una più efficace azione concorrenziale sui mercati rilevanti non finanziari.

L'acquisizione di partecipazioni di minoranza o *minority shareholdings* in altre imprese societarie generalmente può costituire uno strumento attraverso cui porre in essere operazioni aventi effetti restrittivi della concorrenza<sup>1</sup>. In particolare, i legami strutturali connessi alle partecipazioni in

1 In particolare, gli effetti restrittivi riconducibili ai legami strutturali tra imprese ruotano intorno al concetto di *commitment device*. Con tale espressione si intende far riferimento alla valutazione delle partecipazioni di minoranza come strumenti volti: a veicolare messaggi al mercato per favorire il coordinamento dell'azione concorrenziale; incentivare l'adozione di politiche commerciali non aggressive e ispirate alla creazione di un equilibrio collusivo, a scapito dell'autonoma definizione dell'azione concorrenziale delle imprese sul mercato; favorire strategie discriminatorie o comunque di *foreclosing* del mercato in caso di relazioni verticali tra imprese che si legano attraverso partecipazioni di minoranza. Guardando alle origini storiche della disciplina antitrust statunitense e all'introduzione delle Sherman Act, si può notare come la figura del "trust" costituisca il vero archetipo degli odierni *commitment device*, essendo il primo utilizzato dalle corporations per eliminare forme di "destructive competition", regolare e mantenere lo status quo produttivo. Lo schema del trust consentiva, infatti, di preservare l'esistenza individuale di ciascuna corporation senza dover procedere a forme di consolidamento, ma semplicemente assegnando ai medesimi soggetti un pacchetto azionario di controllo in ciascuna compagnia da gestire in "trust" dietro assegnazione fiduciaria da parte di altri azionisti.



altre imprese, tanto attive quanto passive, in base alle osservazioni della teoria economica, possono dare luogo ad effetti restrittivi della concorrenza, sia sotto forma di effetti unilaterali, di coordinamento dell'azione competitiva e verticali, legati quest'ultimi principalmente agli effetti di *foreclosure* del mercato, sia integrando fattispecie di abuso di potere di mercato attraverso una modifica della sua struttura, determinata dalla riduzione del numero dei soggetti indipendenti attivi sul mercato<sup>2</sup>. Ulteriori effetti restrittivi della concorrenza derivanti da legami finanziari tra imprese sono connessi alle restrizioni all'accesso agli input e/o output produttivi con conseguente indebolimento dei concorrenti nei mercati interessati a monte o a valle. Proprio questi ultimi sono stati posti a fondamento della *theory of harm of competition* utilizzata dall'authority e poi confermata dal CAT nelle rispettive azioni di *enforcement* del diritto della concorrenza e successivo controllo giurisdizionale.

L'antitrust inglese ha sostenuto e dimostrato che la presenza di Ryanair nella struttura finanziaria del capitale di AerLingus ha prodotto una distorsione della concorrenza a causa dell'effetto di deterrenza esercitato su altri investitori interessati all'ingresso nel corporate di AerLingus<sup>3</sup>. Un peculiare effetto restrittivo della concorrenza quello dei *minority shareholdings*, connesso alla riduzione della capacità di un concorrente di far pieno ricorso al mercato dei capitali per ottimizzare il corporate societario, ad esempio attraverso un aumento di capitale che consentirebbe l'ingresso di nuovi investitori nella compagine societaria. Ora, nell'ordinamento italiano ed anche nella disciplina antitrust europea, gli effetti distorsivi della concorrenza originati dalla partecipazione al capitale di altre imprese sono strettamente connessi alla configurazione di un'operazione di concentrazione, essendo l'integrazione delle altre fattispecie antitrust, ovvero intese restrittive ed abuso di posizione dominante, di difficile configurazione<sup>4</sup>. La prima, come noto, si basa sul concetto di control-

2 *Irish Sugar/Commissione*, T-228/97, *Laurent-Piau/Commissione*, T-193/2002. F. Russo, "ABUSE OF A DOMINANT POSITION? MINORITY SHAREHOLDINGS AND RESTRICTIONS OF MARKETS' COMPETITIVENESS IN THE EUROPEAN UNION", AMSTERDAM CENTRE FOR LAW AND ECONOMICS, [2006] WORKING PAPER N.12.

3 "The principal theory of harm elaborated by the CMA according to which the mere shareholding of Ryanair distorts competition by deterring other airline companies from entering into Aer Lingus corporate ownership", questa la decisione del Competition Appeal Tribunal, riportata in [2014] CAT 3. Decisione poi confermata anche dalla Court of Appeal (Civil Division) nel febbraio 2015, [2015] EWCA Civ 83.

4 Si deve comunque sottolineare che in passato, in assenza di disciplina delle concentrazioni, la prima a livello europea fu introdotta nel 1989, Regolamento 4064/1989, la Commissione ha fatto ricorso agli attuali artt. 101 e 102 TFUE per bloccare l'acquisto di partecipazioni in altre imprese nel caso *Continental Can*, 1971, e soprattutto *Phillip Morris*, 1984. Tuttavia, l'introduzione del primo regolamento concentra-



lo, in quanto soltanto il mutamento duraturo del controllo di un'impresa costituisce presupposto per l'avvio di un'indagine antitrust. Nel Regno Unito una “*relevant merger situation*” che attrae il controllo antitrust non è necessariamente subordinata ad una modifica soggettiva del controllo delle imprese, essendo sufficiente l'esercizio di un'influenza materiale<sup>5</sup>. Proprio la duttilità di quest'ultima nozione ha consentito di procedere con un'analisi delle condizioni di concorrenzialità del mercato a fronte di un duplice argomento: l'esame delle condizioni di concorrenza effettiva sul mercato interessato e l'esame prospettico delle condizioni di concorrenza in presenza di una diversa composizione (*counter factual*) del corporate societario di AerLingus.

Ryanair, pur senza esercitare una relazione di controllo, ha compromesso la capacità di AerLingus di operare liberamente sul mercato dei capitali per finanziarsi e ottimizzare il proprio corporate societario. L'indebolimento di AerLingus sul mercato del trasporto aereo ha comportato evidenti vantaggi per l'interesse di Ryanair ad un acquisto meno oneroso di AerLingus. Detto più semplicemente, l'interesse ad indebolire un diretto rivale ha contribuito a deprimere il valore finanziario di AerLingus sul mercato azionario, mercato in cui la partecipazione di minoranza, presupposto dell'influenza materiale di Ryanair, ha allo stesso tempo impedito l'attivarsi dell'azione concorrenziale di altri investitori interessati all'acquisto di AerLingus. In definitiva, attraverso la material influence di Ryanair sul corporate di AerLingus – l'equivalente cinematografico del “The kiss of death” - sarebbero stati alterati i meccanismi fisiologici di funzionamento della domanda e dell'offerta in relazione ad un prodotto-merce, in questo caso una compagnia aerea, liberamente scambiabile sul mercato finanzia-

---

zioni, nel preambolo (6), fa proprio riferimento a “whereas Articles 85 and 86 [now 101 and 102 TFEU], while applicable, according to the case-law of the Court of Justice, to certain concentrations, are not, however, sufficient to cover all operations which may prove to be incompatible with the system of undistorted competition envisaged in the Treaty”, v. White Paper from the Commission to the European Council, “*Completing the internal market*,” COM (85) 310 final.

5 S. 26 (3), Enterprise Act britannico. La nozione di influenza materiale si distingue nettamente da quella di influenza determinante accolta dal legislatore antitrust italiano e comunitario, v. artt. 3, comma 1, b), Regolamento 139/2004 e 7 L. 287/1990. Mentre quest'ultima si fonda sulla nozione di controllo, positivo o negativo e legale o di fatto, su di un'altra impresa, v. TAR Lazio I, n.16975/2014 e *Astra Zeneca/Novartis* GO 2004, L110/1, *Cendant/Galileo*, 2001 GO C321/8, la prima ha un contenuto più ampio e comporta un'analisi caso per caso che include, senza pretese di esaustività, distribuzione dell'azionariato, andamento delle delibere assembleari, composizione del consiglio di amministrazione e qualsiasi altro accordo che può intervenire tra azionisti. La materialità dell'influenza è subordinata, ad esempio, al potere di bloccare alcune risoluzioni speciali e più in generale, senza arrivare ad integrare una fattispecie di controllo, al potere di condizionare l'adozione di autonome strategie commerciali.



rio, con conseguente disfunzione nei processi allocativi delle risorse economiche che il diritto antitrust tutela.

Il caso palesa l'esistenza, da un lato, di una corrispondenza biunivoca tra mercati finanziari e non, dall'altro rende manifesta l'intersezione tra assetto del corporate societario, effetti prodotti sulla struttura del mercato azionario in relazione alla libera ridefinizione del controllo societario e riduzione del grado generale di concorrenzialità dei mercati interessati. Un mercato dei capitali non concorrenziale può costituire, ed infatti ha costituito in questo caso, una barriera all'accesso, realizzando l'effetto ultimo appena menzionato di ridurre la concorrenza sui mercati. Partendo proprio dall'esigenza primaria di tutela delle condizioni di concorrenza effettiva, che dovrebbe accomunare tutti gli stati membri in un contesto di integrazione economica dei mercati, l'analisi antitrust dell'autorità inglese consentirebbe, se proiettata nell'ordinamento italiano, di valicare un limite rigoroso per la riflessione giuridica, spostando il baricentro dell'analisi dei rapporti tra diritto societario, regolazione finanziaria e tutela della libera concorrenza decisamente verso quest'ultima.