

## DV27 – NORME IN MATERIA DI ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE ED ESERCIZIO DELL'OPA

Provvedimento n. 19776

L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

NELLA SUA ADUNANZA del 29 aprile 2009;

SENTITO il Relatore Antonio Catricalà;

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287 e, in particolare, l'articolo 21, comma 3, ai sensi del quale *"l'Autorità, ove ne ravvisi l'opportunità, esprime parere circa le iniziative necessarie per rimuovere o prevenire le distorsioni e può pubblicare le segnalazioni ed i pareri nei modi più congrui in relazione alla natura e all'importanza delle situazioni discorsive"*;

VISTA la legge 20 luglio 2004, n. 215 ed, in particolare, gli artt. 3 e 6, comma 5;

VISTO il regolamento concernente *'Criteri di accertamento e procedure istruttorie relativi all'applicazione della legge 20 luglio 2004, n. 215, recante norme in materia di risoluzione dei conflitti di interessi'*, adottato con propria delibera del 16 novembre 2004;

VISTA la segnalazione del sen. Luigi Zanda, pervenuta in data 20 aprile 2009, nella quale vengono sollevate alcune questioni in materia di concorrenza e di conflitto di interessi connesse all'entrata in vigore dell'articolo 7, commi 3-quater e 3-sexies, della legge 9 aprile 2009 n. 33, di conversione del decreto-legge 10 febbraio 2009, n. 5;

CONSIDERATO quanto segue:

### I. Premessa

1. In data 20 aprile 2009, è pervenuta all'Autorità una segnalazione nella quale il sen. Luigi Zanda, con riferimento ad alcune disposizioni contenute nella legge 9 aprile 2009, n. 33, di conversione del decreto-legge 10 febbraio 2009, n. 5, evidenzia: i) l'impatto negativo che tali norme potrebbero avere sul funzionamento complessivo del mercato finanziario e sulla libera concorrenza tra imprese; ii) una possibile situazione di conflitto di interessi del Presidente del Consiglio Silvio Berlusconi in violazione della legge 20 luglio 2004, n. 215.

2. Si tratta, in particolare, dei commi 3-quater e 3-sexies dell'articolo 7, introdotti con un emendamento presentato da due deputati della maggioranza parlamentare, disposizioni che, secondo il segnalante, *"più che diminuire il rischio di scalate ostili, avrebbero l'obiettivo di rafforzare gli attuali assetti di controllo di rilevanti imprese del nostro Paese, quali ad esempio la holding Mediaset"*, società riconducibile al Presidente del Consiglio.

3. Le modifiche legislative oggetto della segnalazione riguardano in particolare: l'aumento della soglia di capitale (dal 3% al 5%) che gli azionisti con una partecipazione superiore al 30% possono acquisire senza essere soggetti all'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria; l'incremento (dal 10% al 20%) del limite massimo previsto dall'articolo 2357 cc. nei confronti delle società per azioni in materia di acquisto di azioni proprie.

4. Il segnalante richiama l'attenzione sull'impatto negativo che tali norme avrebbero sul funzionamento complessivo del mercato finanziario e, soprattutto, sulla libera concorrenza tra le imprese ed evidenzia *"l'assoluta inefficacia della legge Frattini sul conflitto di interessi, che viene sistematicamente aggirata con artifici formali"*. Nel caso di specie, l'ipotesi di conflitto di interessi sarebbe avvalorata dalla circostanza che il CdA di Mediaset avrebbe recentemente deliberato di acquisire sul mercato azioni proprie fino ad un massimo corrispondente al nuovo tetto previsto dalla legge.

### II. Le modifiche all'ordinamento dei mercati finanziari introdotte con la legge 9 aprile 2009, n. 33

5. I citati commi 3-quater e 3-sexies dell'articolo 7, della legge n. 33/09 introducono modifiche all'attuale ordinamento dei mercati finanziari con l'intento di prevedere strumenti di difesa delle società rispetto a possibili manovre speculative. Le modifiche apportate riguardano sia il testo unico dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58 - TUF), sia alcune norme del codice civile:

a) il comma 3-quater modifica l'articolo 106 del TUF (in particolare la lettera *b* del comma 3) in tema di offerta pubblica di acquisto totalitaria, aumentando la soglia (dal 3% al 5%) superata la quale scatta l'obbligo di offerta da parte di coloro che già detengano una partecipazione superiore alla soglia del 30% senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria;

b) il comma 3-sexies sostituisce il comma terzo dell'articolo 2357 del codice civile, in materia di acquisto delle proprie azioni, ai sensi del quale il valore nominale delle azioni proprie che possono essere acquistate dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate. La misura del limite all'acquisto di azioni proprie viene ora innalzata alla quinta parte del capitale sociale.

6. La modifica introdotta dal comma 3-quater è volta a facilitare strategie di rafforzamento degli attuali assetti di controllo delle società quotate, riducendone i costi altrimenti derivanti dall'obbligo di offerta totalitaria. E' noto, in

proposito, come tale obbligo sia essenzialmente teso ad estendere a tutti gli azionisti i benefici connessi al cd. premio di controllo. L'offerta deve essere, infatti, promossa *"ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie"*.

7. Alla medesima finalità - il rafforzamento dell'attuale assetto di controllo delle società - è preordinato il comma 3-sexies dell'articolo 7, che interviene in materia di acquisto di azioni proprie da parte di società per azioni. Siffatto acquisto è un'operazione da sempre guardata dal legislatore con cautela. Essa, infatti, può dar luogo ad una riduzione del capitale reale senza l'osservanza della relativa disciplina (articolo 2445 cc.) e, per di più, può essere attuata senza riduzione del capitale sociale nominale. Conseguenze queste - riduzione del capitale reale senza riduzione del capitale nominale - che non si verificano, invece, quando nell'acquisto vengono impiegate somme corrispondenti agli utili o ad altre eccedenze di bilancio disponibili. Tali somme, infatti, possono essere liberamente distribuite ai soci e perciò possono essere impiegate dalla società anche nell'acquisto di azioni proprie. Da qui un atteggiamento meno drastico del legislatore. L'operazione è consentita, ma la società deve rispettare le quattro condizioni fissate dall'articolo 2357 c.c., tra cui quella per cui il valore nominale delle azioni acquistate non può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenuto anche conto delle azioni possedute da società controllate<sup>1</sup>.

8. Su tale limite, con cui si è inteso porre un freno alla possibilità della società di incidere sul mercato dei propri titoli, interviene il richiamato articolo 7, comma 3-*sexies*, disponendo l'innalzamento della soglia dal 10 al 20%.

9. La misura ha, come effetto diretto, quello di rendere maggiormente stabile la posizione degli azionisti di controllo e, come effetto indiretto, quello di ridurre il rischio per la società di divenire oggetto di una scalata ostile, cioè non concordata con il relativo *management*. L'acquisto di azioni proprie sul mercato costituisce, infatti, una delle tipiche misure difensive che una società interessata da un'offerta pubblica di acquisto può opporre al fine di ostacolare l'iniziativa dell'offerente.

### III. Valutazioni ai sensi della legge n. 287/90

10. Se è difficile identificare assetti proprietari ottimali in grado di garantire in assoluto un più elevato livello di efficienza aziendale, va tuttavia osservato che alcuni fattori, come l'eccessivo irrigidimento di tali assetti e la loro scarsa esposizione a un'aperta concorrenza, rappresentano oggettivi ostacoli alla crescita e alla competitività di un moderno sistema economico. In tale prospettiva, un efficace mercato dei capitali e la sussistenza di condizioni di contendibilità delle imprese rivestono una valenza prioritaria in un'ottica di sviluppo del Paese<sup>2</sup>.

11. Al fine di valutare l'impatto concorrenziale delle misure segnalate, introdotte di recente relativamente al mercato del controllo societario, è utile anzitutto considerare che le stesse non configurano interventi autonomi e isolati del legislatore, ma si pongono in una linea di stretta continuità con le modifiche già apportate alla disciplina dell'Opa dall'articolo 13 del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185, recante *"Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anticrisi il quadro strategico nazionale"*, convertito con modificazioni, nella legge 28 gennaio 2009, n. 2.

12. Tale disposizione, al fine dichiarato di rafforzare i presidi a disposizione delle società quotate italiane a fronte di eventuali tentativi di acquisizione ostili, ha modificato in senso meno rigoroso l'articolo 104 del TUF, rendendo opzionale sia la cd. *passivity rule* (regola di passività), che impone agli amministratori di ottenere l'autorizzazione assembleare per il compimento di atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, sia la cd. *breakthrough rule* (regola di neutralizzazione), che sancisce l'inefficacia nei confronti del soggetto offerente di alcune difese preventive - quali limitazioni ai diritti di voto o al trasferimento di azioni contenute negli statuti societari o in accordi parasociali - durante il periodo di validità dell'offerta. Grazie a tali modifiche, entrambe ammesse dalla direttiva comunitaria n. 2004/25/CE, concernente le offerte pubbliche di acquisto, il legislatore si è allineato agli orientamenti prevalenti in altri ordinamenti europei, ampliando le possibilità di difesa da parte della società *target* e superando la scelta inizialmente compiuta in favore della massima apertura del mercato del controllo societario (a fronte di scelte assai più difensive operate da altri Paesi).

13. Le modifiche introdotte si inquadrano, in particolare, nel novero degli strumenti predisposti dall'Esecutivo al fine di fronteggiare gli effetti dell'attuale congiuntura economica. E' noto, infatti, come la recente crisi finanziaria e il crollo dei

---

<sup>1</sup> [Le altre tre condizioni sono: a) le somme impiegate nell'acquisto non possono eccedere l'ammontare degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato; b) le azioni acquistate devono essere interamente liberate; c) l'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea ordinaria.]

<sup>2</sup> [Soltanto nel settore bancario gli assetti proprietari assumono una valenza peculiare, in quanto rilevano non soltanto con riferimento al profilo della contendibilità (e quindi della concorrenza), ma anche e soprattutto a fini di stabilità. Infatti, se in generale le caratteristiche dell'articolazione proprietaria possono influire sull'attitudine delle imprese alla crescita dimensionale e, per questa via, sullo sviluppo dell'economia, in ambito bancario la stessa è suscettibile di incidere anche sulla sana e prudente gestione degli intermediari, e, quindi, sulla tutela del risparmio. Di qui l'attribuzione all'autorità di vigilanza settoriale di un potere-dovere di valutare la qualità degli azionisti bancari, nella fase di costituzione di nuove banche e in occasione dell'acquisizione di partecipazioni significative al loro capitale.]

valori di borsa abbiano fatto emergere diffuse preoccupazioni sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili da parte di soggetti stranieri (in particolare, i cd. fondi sovrani). Tali preoccupazioni nascono, in particolare, dalla considerazione dei numerosi vincoli previsti dalla normativa interna che, in caso di scalate non negoziate, limitano le capacità di difesa delle società italiane; vincoli che, se risultano legittimi e giustificati in contesti ordinari di mercato, suggeriscono una più attenta valutazione nel contesto di situazioni eccezionali, al fine di individuare presidi che, senza impedire il funzionamento dei meccanismi di mercato, agevolino eventuali difese e assicurino "parità" concorrenziale alle imprese italiane, ponendo rimedio alle asimmetrie esistenti tra gli ordinamenti nazionali (anche in ambito comunitario) relativamente al grado di apertura e di contendibilità degli assetti societari.

**14.** Le disposizioni contenute nell'articolo 7 della legge n. 33/09, si inscrivono, in definitiva, nel medesimo disegno del d.l. n. 185/08 e configurano ulteriori accorgimenti predisposti dall'Esecutivo tesi ad ampliare il ventaglio di strumenti utilizzabili dalla generalità delle società quotate per fronteggiare eventuali tentativi di acquisizioni ostili.

**15.** Alla luce di tale quadro complessivo possono svolgersi alcune considerazioni sulla rilevanza delle disposizioni (oggetto della segnalazione) contenute nella legge n. 33/09.

**16.** In generale, il ricorso ai meccanismi di mercato come strumento di formazione e disciplina degli assetti di controllo delle imprese introduce importanti elementi di trasparenza e dinamicità nel sistema economico. Un efficace funzionamento del mercato per il controllo societario favorisce gli investimenti in capitale di rischio e la crescita delle imprese e rafforza vincoli e incentivi esterni in direzione di una loro più efficiente gestione. Il mercato del controllo societario, in altri termini, costituisce un elemento positivo per l'efficienza delle società e lo stimolo del *management*.

**17.** Dal punto di vista concorrenziale, pertanto, ostacoli e restrizioni alla contendibilità degli assetti di controllo suscitano generalmente legittime e giustificate preoccupazioni in contesti ordinari di mercato. La necessità di una più attenta valutazione può tuttavia emergere in situazioni eccezionali, quale quella determinata dall'attuale crisi economica, in cui le condizioni di incertezza e di estrema instabilità che caratterizzano le prospettive dei mercati e l'andamento delle quotazioni di borsa incidono in misura significativa sul valore di mercato delle singole imprese e sulla sua idoneità a riflettere in misura adeguata il reale grado di solidità, competitività ed efficienza delle imprese stesse. In simili contesti, considerazioni di interesse generale, altrimenti normalmente orientate a favorire una piena contendibilità degli assetti societari, possono dunque suggerire l'opportunità di una più attenta analisi e valutazione dei maggiori rischi di instabilità potenzialmente connessi ad operazioni di acquisizione ostile rispondenti a logiche essenzialmente finanziarie e di breve periodo, piuttosto che a strategie di carattere economico-industriale a medio-lungo termine.

**18.** Se l'eccezionalità della situazione economica può astrattamente giustificare l'introduzione di temperamenti alla regola cardine di un moderno ed efficiente sistema del controllo societario - la contendibilità degli assetti proprietari - è essenziale, tuttavia, che le misure predisposte risultino strettamente proporzionate rispetto agli obiettivi da raggiungere<sup>3</sup>.

**19.** In quest'ottica, è indubbio che le misure introdotte, soprattutto se valutate unitamente alle modifiche già apportate alla disciplina dell'Opa dal d.l. n. 185/08, nel rafforzare gli strumenti difensivi a disposizione delle società quotate, innalzano sensibilmente il rischio di un congelamento degli assetti di controllo, con possibili impatti negativi sugli incentivi all'investimento e sul corretto ed efficiente funzionamento dei mercati. Sarebbe pertanto auspicabile attribuire alle deroghe introdotte un carattere di temporaneità, che ne confermi la natura eccezionale, ancorandone la durata alle specifiche esigenze e necessità dettate dalla crisi finanziaria in atto. Diversamente, le scelte operate dal legislatore per fronteggiare un rischio contingente potrebbero tradursi, nel lungo periodo, in un indesiderato elemento di contrasto allo sviluppo efficiente dei mercati azionari, nonché alla crescita e alla competitività del nostro sistema produttivo.

#### **IV. Valutazioni ai sensi della legge n. 215/04**

**20.** Le disposizioni introdotte dai commi 3-quater e 3-sexies dell'articolo 7 dalla legge n. 33/09 sarebbero state emanate, secondo l'opinione espressa dal sen. Zanda in violazione dell'articolo 3 della legge n. 215/04 (fattispecie di conflitto di interessi per incidenza specifica e preferenziale), ai sensi del quale sussiste situazione di conflitto di interessi *"quando il titolare di cariche di governo partecipa all'adozione di un atto, anche formulando la proposta, o*

---

<sup>3</sup> *[E' lo stesso approccio, del resto, seguito dalla Commissione europea nella valutazione dei recenti aiuti finanziari erogati, per far fronte alla crisi, dai diversi Stati membri al sistema bancario, sottoposti a rigorose condizioni di ammissibilità. Cfr., in particolare, la Comunicazione "La ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza" (GUCE C/10 del 15 gennaio 2009), che identifica i criteri nel rispetto dei quali effettuare la ricapitalizzazione delle banche necessaria ad assicurare adeguati livelli di credito all'economia, nonché la Comunicazione "Quadro temporaneo per gli aiuti di Stato destinati a favorire l'accesso al finanziamento nel contesto della crisi economica e finanziaria attuale", che permette agli Stati membri di adottare misure di aiuto temporanee per lottare contro gli effetti del restringimento del credito sull'economia reale (in GUCE C/16 del 22 gennaio 2009).*

*omette un atto dovuto,...quando l'atto o l'omissione ha un'incidenza specifica e preferenziale sul patrimonio del titolare o dei parenti entro il secondo grado, ovvero delle imprese o società da essi controllate, secondo quanto previsto dall'articolo 7 della legge 10 ottobre 1990 n. 287, con danno per l'interesse pubblico".*

**21.** Come noto, la norma richiede l'accertamento dei seguenti requisiti: i) imputabilità dell'atto al titolare di carica interessato; ii) incidenza specifica e preferenziale sulla sfera patrimoniale dei soggetti di cui all'articolo 3 della legge; iii) danno per l'interesse pubblico.

**22.** Sotto il primo profilo, si osserva che la partecipazione del Presidente del Consiglio dei ministri all'iter di approvazione della legge di conversione del d.l. n. 5/09 non può essere di principio esclusa, avendo il Governo posto la questione di fiducia sul testo emendato dal Parlamento (d.d.l. n. 2187/A), ciò che implica formalmente l'adesione al suo contenuto<sup>4</sup>.

**23.** In ordine al secondo requisito, non sembra prospettabile che dagli effetti della legge n. 33/09 possa derivare un vantaggio specifico e preferenziale nella sfera patrimoniale del Presidente del Consiglio o dei suoi familiari. Al riguardo, l'orientamento finora seguito dall'Autorità in casi analoghi è nel senso di ritenere che l'effetto patrimoniale nei confronti del titolare (o dei suoi familiari) rispetto alla generalità dei destinatari dell'atto debba essere, oltre che economicamente apprezzabile, anche preferenziale, cioè "più vantaggioso" per le società controllate dal titolare di carica<sup>5</sup>.

**24.** Seguendo tale criterio di giudizio, le norme introdotte dalla legge n. 33/09 appaiono certamente non idonee ad avvantaggiare in modo preferenziale Mediaset rispetto agli altri soggetti interessati, trattandosi di disposizioni a carattere generale che incidono sull'ordinamento dei mercati finanziari nonché su alcune previsioni del codice civile in materia di società per azioni. Particolarmente ampi risultano sia l'ambito applicativo della norma che innalza dal 10 al 20% il limite di azioni proprie acquistabili dalle società per azioni, sia gli effetti della disposizione che eleva la soglia prevista dall'articolo 106, comma 3, lettera b), del TUF.

**25.** Il dato è confermato dall'analisi degli effetti concreti delle nuove norme. Infatti, le società coinvolte nell'ambito applicativo della disposizione che innalza la soglia prevista dall'articolo 106, comma 3, lettera b) del TUF sono circa un quinto delle società quotate in borsa, non riconducibili ad assetti proprietari omogenei e operanti nei principali settori strategici del Paese. Di contro, la norma che innalza dal 10 al 20% il limite di azioni proprie acquistabili da una società è connotata da un ambito applicativo ancora più esteso, interessando tutte le società per azioni, non solo quelle quotate.

**26.** L'assenza di connotati preferenziali si evince chiaramente anche dall'inquadramento di entrambe le disposizioni censurate nel novero degli strumenti predisposti dall'Esecutivo al fine di fronteggiare gli effetti dell'attuale congiuntura economica. Come già in precedenza rilevato, le disposizioni contenute nell'articolo 7 del d.l. n. 5/09, come convertito dalla legge n. 33/09, si inscrivono nel solco delle misure già adottate dall'Esecutivo e volte ad ampliare il novero dei presidi attivabili dalle società italiane per contrastare eventuali tentativi di acquisizioni ostili. Di tale circostanza appare consapevole lo stesso segnalante il quale, nel ritenere che le norme in questione, più che diminuire il rischio di scalate ostili, sembrerebbero rafforzare gli attuali assetti di controllo di rilevanti imprese del nostro Paese, in sostanza manifesta la convinzione che Mediaset sia coinvolta dagli effetti delle disposizioni ora in vigore nella misura in cui lo sono tutte le altre società operanti sul mercato e, pertanto, mai in via specifica e preferenziale.

#### **IV. Conclusioni**

**27.** Sulla base delle considerazioni che precedono, si deve quindi concludere che le misure correttive di cui alla legge n. 33/09, in quanto suscettibili di ridurre la contendibilità delle società per azioni, anche non quotate, possono trovare giustificazione unicamente nel contesto di eccezionalità determinato dall'attuale congiuntura economica e nella misura in cui, per conseguenza, ne sia espressamente previsto il carattere temporaneo. Le stesse misure non assumono, invece, rilievo ai fini della disciplina sul conflitto di interessi, dovendosi escludere che si tratti di misure solo formalmente destinate *"alla generalità o ad intere categorie di soggetti"* e idonee, invece, ad apportare a Mediaset vantaggi *specifici e preferenziali* nel significato proprio assunto dall'articolo 3 della legge n. 215/04.

Tutto ciò premesso e considerato,

DELIBERA

---

<sup>4</sup> [Cfr. provv. n. 15389 del 10 maggio 2006 (in Boll. n. 17 del 15/05/2006), nel quale l'Autorità ha ritenuto che la decisione di porre la questione di fiducia sul maxi-emendamento interamente sostitutivo del disegno di legge finanziaria per il 2006 - nell'ambito del quale veniva prevista l'erogazione di un contributo per l'acquisto di decoder che consentono la visione di trasmissioni televisive in tecnica digitale - fosse idoneo a configurare un'eventuale fattispecie di conflitto di interessi. La decisione di porre la fiducia, infatti, è senz'altro riconducibile al Presidente del Consiglio dei ministri, in quanto oggetto di una sua prerogativa esclusiva, il cui esercizio consegue ad una valutazione a lui riservata.]

<sup>5</sup> [Cfr. provv. n. 15389/2006, cit.]

- di trasmettere la presente delibera ai Presidenti di Camera e Senato per la valutazione dei profili di concorrenza relativi ai commi 3-quater e 3-sexies dell'articolo 7, della legge n. 33/09, di conversione del decreto legge n. 5/2009;
- che non sussistono i presupposti, in relazione alle medesime disposizioni, per l'avvio di un procedimento istruttorio in relazione alla fattispecie di conflitto di interessi, di cui all'articolo 3, della legge n. 215/04.

La presente delibera verrà comunicata al soggetto interessato e pubblicata nel Bollettino dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

IL SEGRETARIO GENERALE  
*Luigi Fiorentino*

IL PRESIDENTE  
*Antonio Catricalà*