

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
Cattedra di European Business Law

*Cross Border Mergers: tra novità introdotte
dalla Direttiva 2121/2019 e profili evolutivi
della disciplina antitrust.*

RELATORE

Prof. Nicola De Luca

CANDIDATO

Moriconi Moreno

Matricola 141673

CORRELATORE

Prof. Gustavo Olivieri

Anno Accademico 2019/2020

Alla mia famiglia

INDICE

Introduzione	5
Abstract	10

Capitolo 1

La prima normativa comunitaria in materia di fusione *cross border*: la Direttiva 2005/56/CE.

1.1 Brevi cenni storici.	14
1.2 Fondamento giuridico: la libertà di stabilimento.	16
1.3 La Direttiva 2005/56/CE.	20
1.4 Le società interessate.	23
1.5 Le modalità di realizzazione della fusione.	26
1.6 Rinvio alle legislazioni nazionali e parità di trattamento.	29
1.7 La procedura di fusione.	31
1.8 La tutela dei soci (di minoranza).	37
1.9 La tutela dei creditori.	39
1.10 La tutela dei lavoratori.	41

Capitolo 2

La Direttiva 2012/2019, tra favor verso la fusione transfrontaliera e tutela degli stakeholders.

2.1 Le esigenze sottostanti e gli obiettivi della Direttiva 2012/2019.	44
2.2 La nuova disciplina in materia di fusione transfrontaliera.	46
2.3 Ambito di applicazione.	48
2.4 Tutela dei creditori.	50
2.5 La tutela dei soci di minoranza.	53
2.6 La tutela dei lavoratori.	56
2.7 Il procedimento di fusione.	59
2.8 Rilievi conclusivi.	66

Capitolo 3

Fusioni transfrontaliere ed ostacoli alla concorrenza: verso una riforma del *merger control*?

3.1 Premessa.	68
3.2 European Merger Control: dal <i>test</i> di dominanza al SIEC test.	71
3.3 Il caso Alstom-Siemens.	78
3.4 Il <i>Manifesto franco-tedesco per una politica industriale europea adatta al XXI secolo</i> .	81
3.5 Le considerazioni di interesse generale nel <i>merger control</i> e le reazioni al <i>Manifesto</i> .	85
3.6 Recenti sviluppi: tra prospettive di riforma e dossier aperti.	93
3.7 Considerazioni finali.	99

Bibliografia

101

INTRODUZIONE

L'intento del presente lavoro è di esaminare le novità che, negli ultimi mesi, hanno interessato la disciplina delle fusioni transfrontaliere intracomunitarie, analizzando, da un lato, le modifiche apportate al procedimento di fusione dalla Direttiva 2121/2019, dall'altro gli orizzonti evolutivi in materia di *merger control* eurounitario.

Il *fil rouge* della trattazione consiste nel mostrare come la disciplina e la regolazione dell'UE si stiano evolvendo in una direzione tale da favorire la realizzazione di operazioni di fusione tra società di Paesi membri differenti, rispondendo ad un'esigenza di crescita e rafforzamento fortemente avvertita dalle imprese europee nell'attuale fase storica.

La prima parte della trattazione si concentra sugli aspetti di diritto societario, nell'ultimo capitolo vengono analizzati i profili antitrust relativi al controllo delle concentrazioni.

Il primo capitolo è dedicato alla disamina dei contenuti della Direttiva 2005/56/CE (c.d. Decima Direttiva), recante la prima disciplina comunitaria in materia di fusione transfrontaliera, il cui *corpus* normativo è stato, recentemente, dapprima trasposto nella Direttiva 1132/2017 (c.d. Direttiva Societaria), infine modificato dalla Direttiva 2121/2019.

Esporre il quadro giuridico previgente risulta indispensabile per comprendere appieno la portata delle novità introdotte dal legislatore eurounitario nel 2019 ed il solco entro cui esse si collocano.

Riassunto l'*iter* storico che ha condotto all'approvazione della Decima Direttiva, è esaminato il fondamento giuridico della stessa, il quale è da individuarsi nel diritto alla libertà di stabilimento di cui agli artt. 49 e 54 TFUE; nella nota sentenza *Sevic*, la Corte di Giustizia UE ha affermato che le fusioni *cross border* costituiscono particolari modalità di esercizio del diritto di stabilimento e che, in tal senso, qualsiasi misura, adottata da uno Stato membro, che precluda la realizzazione di tali operazioni si pone in violazione dello stesso.

Chiarito questo aspetto, risulta più agevole comprendere la reale portata della Decima Direttiva, rappresentata dall'aver introdotto non già un nuovo istituto, la fusione transfrontaliera, la cui legittimità era già stata sancita dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia, bensì un sistema di regole teso a favorire la realizzazione di tale operazione, considerata dal legislatore comunitario un importante strumento di crescita "per vie esterne" cui le società europee possono ricorrere per rafforzare la propria competitività sui mercati internazionali.

Dall'analisi di dettaglio emerge come la Direttiva 2005/56/CE realizzi una forma di armonizzazione c.d. minimale: essa non introduce una disciplina completa ed autosufficiente del procedimento di fusione transfrontaliera, limitandosi a dettare una cornice normativa volta a rimuovere gli

impedimenti derivanti dal carattere transnazionale dell'operazione ed a ripartire tra i vari ordinamenti nazionali coinvolti la competenza in ordine ai profili principali del *merger* transfrontaliero (tra cui quelli relativi alla tutela degli *stakeholders*, quali creditori, soci di minoranza e dipendenti).

Nel corso del secondo capitolo sono esposte le modifiche apportate dalla Direttiva 2121/2019 alla disciplina contenuta nella Direttiva 2005/56/CE, approfonditamente analizzate attraverso la lente dei contributi critici dei principali autori che si sono occupati della materia.

L'intervento del legislatore eurounitario è finalizzato al superamento dei limiti e delle problematiche che caratterizzano tale disciplina, riconducibili, in larga parte, a quell'approccio, all'insegna della c.d. armonizzazione minimale, in virtù del quale, come detto, la disciplina di numerosi aspetti non è fatta oggetto di armonizzazione ma è rimessa alle normative interne degli Stati membri.

Da tale situazione di c.d. "*under-harmonization*" possono derivare problemi, talvolta considerevoli, di compatibilità e coordinamento tra le diverse legislazioni nazionali, suscettibili di sfavorire il ricorso alla fusione transfrontaliera e, in tal modo, di penalizzare le istanze di crescita e di competitività delle imprese europee.

In linea con l'obiettivo di conseguire un maggior grado di armonizzazione, al fine di incentivare il ricorso alla fusione transfrontaliera, la Direttiva 2121/2019 abolisce, anzitutto, quel limite posto dalla disciplina previgente in forza del quale la fusione transfrontaliera poteva realizzarsi soltanto tra quei tipi di società cui la legislazione nazionale degli Stati membri interessati consentisse di fondersi.

Un ulteriore - forse il più rilevante - campo di intervento afferisce all'armonizzazione delle misure di tutela in favore dei soggetti portatori di interessi nell'ambito del procedimento di fusione.

Al riguardo, la Decima Direttiva recava una disciplina minimale: si limitava a prevedere che i creditori sociali fossero tutelati dalle norme nazionali; non conteneva un'organica disciplina armonizzata in ordine alla protezione dei soci dissenzienti, limitandosi a conferire ai singoli Stati membri la facoltà di decidere se introdurre ulteriori forme di protezione; demandava totalmente agli ordinamenti nazionali coinvolti la tutela dei diritti di informazione e consultazione dei dipendenti.

Ravvisando nel basso grado di armonizzazione di questi profili, e nelle discrasie tra normative interne che ne derivavano, un ostacolo alla mobilità transfrontaliera, il legislatore eurounitario è intervenuto dettando una disciplina armonizzata delle materie in questione.

Per quanto concerne i creditori sociali, è introdotto un sistema di tutela di tipo *ex ante*, in forza del quale il progetto comune di fusione deve espressamente indicare le garanzie offerte ai creditori, cui è inoltre conferito il diritto a rivolgersi alla competente autorità amministrativa o giudiziaria per ottenerne di ulteriori.

In merito alla tutela dei soci di minoranza, è introdotto un diritto di *exit* (dietro adeguata liquidazione in denaro) per quei soci che abbiano votato contro la fusione e che, per effetto della stessa, risultino

soci di una società disciplinata dal diritto di un diverso Stato membro. È inoltre prevista in capo agli stessi la facoltà di contestare la liquidazione ottenuta o il rapporto di cambio per ottenere un conguaglio, fermo restando che la contestazione non incide sul corso del procedimento di fusione.

Quanto alla tutela dei lavoratori, infine, si estendono i diritti di informazione e consultazione dei dipendenti in conformità alle Direttive 2002/14/CE e 2001/23/CE ed è introdotto un obbligo per gli organi di amministrazione o di direzione delle società fondende di predisporre, accanto alla consueta relazione di gestione rivolta ai soci, una relazione *ad hoc* rivolta ai dipendenti.

Modifiche non marginali interessano anche la disciplina del procedimento di fusione, allo scopo di garantire un maggior coinvolgimento degli *stakeholders* quale forma di tutela degli stessi, accelerando, al contempo, la realizzazione dell'operazione, grazie anche ad un sempre maggior ricorso a strumenti digitali.

La novità principale, in tale ambito, riguarda il controllo preliminare di legittimità della fusione, con l'introduzione di un'ipotesi ulteriore, rispetto a quelle già previste, nella quale lo stesso non possa concludersi con esito positivo, segnatamente nel caso in cui la fusione sia effettuata per scopi abusivi, fraudolenti o criminali.

Analizzati gli aspetti controversi di questo regime antiabuso, il capitolo si conclude con una valutazione complessiva dei punti di forza e delle criticità della nuova disciplina.

Il terzo capitolo si concentra su quella che è, a mio avviso, la “seconda leva” - accanto, come visto, ad una riforma della Decima Direttiva all'insegna di un maggior grado di armonizzazione della disciplina sulle fusioni transfrontaliere - attraverso la quale è destinato a concretizzarsi l'incentivo a porre in essere tali operazioni o, per meglio dire, si potrà avere una riduzione degli ostacoli alla realizzazione delle stesse.

Tale leva è rappresentata dal *merger control*, il controllo antitrust cui le principali operazioni di fusione transfrontaliera, segnatamente quelle che superano le soglie di rilevanza eurounitaria previste dal Regolamento 139/2004, devono assoggettarsi prima di poter essere attuate.

Disporre di una disciplina più snella e armonizzata del procedimento di fusione non è, infatti, sufficiente, di per sé, ad incentivare il ricorso alla fusione transfrontaliera – quale strumento di crescita e rafforzamento delle imprese europee sui mercati internazionali – se l'operazione, una volta strutturata, dovrà passare attraverso un vaglio antitrust tanto rigido, come molti ritengono il regime attualmente in vigore, da impedire che l'operazione sia attuata.

Dopo aver riassunto gli aspetti sostanziali dell'attuale framework normativo in materia di controllo delle concentrazioni, avendo cura di dar conto dell'iter storico di cui esso è frutto e dei tratti fondamentali che lo caratterizzano rispetto al regime previgente – *in primis* il criterio di valutazione sostanziale basato sul c.d. SIEC test – lo studio si concentra sul dibattito circa la necessità di riformare

il *merger control* nella direzione di un controllo che tenga maggiormente conto delle istanze di politica industriale così da favorire le aggregazioni tra imprese europee e, con esse, la nascita di “campioni europei” in grado di competere ad armi pari sui mercati internazionali con i colossi industriali extraeuropei.

Tale dibattito si è recentemente riaperto in seguito alla mancata autorizzazione da parte della Commissione Europea della fusione tra Alstom e Siemens (in quanto ritenuta suscettibile di comportare degli ostacoli significativi ad una concorrenza effettiva nel mercato unico) e alla pubblicazione, a stretto giro, del “Manifesto franco-tedesco per una politica industriale europea adatta al XXI secolo”, in cui i governi di Francia e Germania criticano duramente l’attuale approccio della Commissione rispetto al controllo delle concentrazioni e formulano delle proposte di riforma.

L’analisi approfondita delle proposte contenute nel *Manifesto* e delle reazioni (in prevalenza negative) alle stesse da parte del mondo giuridico ed accademico offre lo spunto per riflettere, nel prosieguo del capitolo, sul ruolo svolto dalle considerazioni di interesse generale e sulla necessità di accrescere la rilevanza delle stesse nell’ambito del *merger control* eurounitario.

Attualmente, ai fini della decisione di autorizzare un’operazione di concentrazione, le esigenze di tutela della concorrenza e dei consumatori prevalgono nettamente sulle istanze di competitività delle imprese e, in generale, sul perseguimento di obiettivi di politica industriale.

Molti studiosi ritengono l’attuale assetto della disciplina eurounitaria sul controllo delle concentrazioni inadeguato ad un contesto di mercato, come quello attuale, in cui le imprese europee sempre più spesso si trovano a subire la concorrenza “sleale” di imprese, *in primis* cinesi, controllate o sussidiate da entità statali ed invocano, perciò, un adattamento del framework normativo eurounitario al mutato contesto competitivo globale.

Di tutto ciò sembra aver maturato una rinnovata consapevolezza la Commissione Europea presieduta da Ursula Von Der Leyen, che, pur ribadendo la centralità della tutela della concorrenza nell’ambito del *merger control*, ha manifestato la (concreta) volontà di modificare alcuni aspetti del proprio approccio alla valutazione delle operazioni di concentrazione, ad esempio aggiornando le linee guida sulla definizione del mercato geografico rilevante, al fine di consentire il rafforzamento della competitività delle imprese europee attraverso la nascita di “campioni industriali”.

Ciò che sembra mostrarsi all’orizzonte è un cambio di prospettiva e una rinnovata sensibilità per le istanze di competitività delle imprese europee, la cui necessità è, peraltro, ancor più evidente in una fase storica, come quella attuale, in cui le preesistenti debolezze delle stesse sono acuite dalla pandemia di Coronavirus e dai devastanti effetti che essa ha prodotto sulle economie europee.

È forse presto per comprendere se il cambiamento che si coglie *in nuce* sia destinato a concretizzarsi.

In questo senso, un importante banco di prova è sicuramente rappresentato dalle decisioni che la Commissione adotterà in merito ai tanti dossier aperti sul proprio tavolo, primo su tutti il caso Fincantieri-Chantiers de l'Atlantique, cui è dedicata la parte finale della trattazione.

ABSTRACT

The purpose of this work is to examine the changes that, in recent months, have affected the regulation of intra-EU cross-border mergers, analysing, on the one hand, the changes made to the merger procedure by Directive 2121/2019 and, on the other hand, the evolutionary horizons of EU merger control.

The *fil rouge* of the discussion is to show how the discipline and regulation of the EU is evolving in a direction that favours mergers between companies from different Member States, responding to a need for growth and strengthening strongly felt by European companies in the current historical phase.

The first part of the discussion focuses on company law aspects, while the last chapter analyses the antitrust profiles related to merger control.

The first chapter is devoted to the examination of the contents of Directive 2005/56/EC, the first EU regulation on cross-border mergers, whose body has been recently transposed into Directive 2017/1132, finally amended by Directive 2121/2019.

Explaining the existing legal framework is essential to fully understand the scope of the innovations introduced by the EU legislator in 2019.

Summed up the historical process that led to the approval of the Tenth Company Law Directive, the legal basis of the same is examined. This foundation must be identified in the freedom of establishment (Articles 49 and 54 TFEU): in the well-known *Sevic* judgment, the EU Court of Justice stated that cross border mergers are particular ways of exercising the right of establishment and that, in this sense, any measure adopted by a Member State that precludes the implementation of such operations is in violation of the same right.

Having clarified this aspect, it is easier to understand the real scope of the Directive, represented not by having provided for a new institution, the cross-border merger, the legitimacy of which had already been established by the case law of the European Court of Justice, but by having introduced a system of rules to facilitate the implementation of such an operation, considered by the Community legislator as an important instrument of growth "through external channels" which EU companies can use to strengthen their competitiveness on international markets.

From the detailed analysis of the contents of the Tenth Company Law Directive, it emerges that it achieves a form of so-called minimal harmonisation: it does not introduce a complete and self-sufficient regulation of the cross-border merger procedure, but it merely introduces a regulatory framework aimed at removing the obstacles deriving from the transnational nature of the operation

and at allocating competence among the various national systems involved with regard to the main profiles of the cross-border merger (including those relating to the protection of stakeholders, such as creditors, minority shareholders and employees).

The second chapter sets out the changes made by Directive 2011/2019 to Directive 2005/56/EC, which are analysed in depth through the lens of critical contributions from the main authors dealing with the subject.

The intervention of the EU legislator is aimed at overcoming the limits and problems that affect this discipline, which are largely attributable to that approach of so-called minimal harmonisation, by virtue of which, as mentioned above, the discipline of many aspects is not harmonized but is left to the internal regulations of the Member States.

This situation of so-called "under-harmonization" may give rise to problems, sometimes considerable, of compatibility and coordination between the various national legislations, which may be detrimental to the use of cross-border mergers and, in this way, penalize the growth and competitiveness of EU companies.

With a view to achieving a greater degree of harmonisation, in order to encourage the use of cross-border mergers, Directive 2011/2019 abolishes, first of all, the rule according to which cross-border mergers can only take place between those types of companies that can be merged under the national laws of the Member States concerned.

A further - perhaps the most important - field of intervention of Directive 2011/2019 relates to the harmonisation of protective measures in favour of stakeholders in the context of the merger procedure.

In this regard, the Tenth Company Law Directive contained a minimum set of rules: it limited itself to providing that social creditors be protected by national rules; it did not contain an harmonized discipline with regard to the protection of dissenting shareholders, merely giving the Member States the power to decide whether to introduce further forms of protection; it left the protection of employees' rights of information and consultation entirely to the national systems involved.

Seeing the low degree of harmonisation of these profiles - and the resulting discrepancies between domestic regulations - as an obstacle to cross-border mobility, the EU legislator intervened by providing a harmonised regulation of the matters in question.

As far as social creditors are concerned, a system of *ex ante* protection is introduced, under which the common draft terms of merger must expressly indicate the guarantees offered to creditors, who are also given the right to apply to the competent administrative or judicial authority to obtain further guarantees.

With regard to the protection of minority shareholders, an exit right is introduced for those shareholders who have voted against the merger and, as a result of the merger, become shareholders of a company governed by the law of a different Member State. They are also entitled to contest the liquidation or the exchange ratio in order to obtain a cash compensation. However, such disputes do not affect the course of the merger procedure.

Finally, with regard to the protection of employees, the information and consultation rights of employees are extended in compliance with Directives 2002/14/EC and 2001/23/EC and an obligation is introduced for the management of the merging companies to prepare, alongside the usual management report addressed to shareholders, another report specifically addressed to employees.

Non-marginal changes also affect the regulation of the merger process, in order to ensure greater involvement of the stakeholders as a form of protection, while accelerating the implementation of the operation, thanks also to an increasing use of digital tools.

The main novelty concerns the preliminary control of the legitimacy of the merger, with the introduction of a further hypothesis in which the merger cannot be successfully concluded, in the case where it is carried out for abusive, fraudulent or criminal purposes.

After having analysed the controversial aspects of this anti-abuse regime, the chapter concludes with an overall assessment of the strengths and criticalities of the new discipline.

The third chapter focuses on what is, in my view, the "second lever" - alongside, as seen above, a reform of the Tenth Company Law Directive with a greater degree of harmonisation of the rules on cross-border mergers - through which the incentive to carry out such operations will materialise, or rather, a reduction in the obstacles to their implementation will be achieved.

This leverage is represented by the merger control, to which the main cross-border merger transactions, exceeding the thresholds provided by Regulation 139/2004, must be subject before they can be implemented.

Having a more streamlined and harmonised discipline of the merger procedure is not sufficient to encourage the use of cross-border mergers - as a tool for growth and strengthening of EU companies on international markets - if the operation, once structured, will have to go through such a strict antitrust scrutiny, as many believe the regime currently in force, as to prevent the operation from being implemented.

After summing up the substantial aspects of the current regulatory framework, taking care to take into account the historical process of which it is the result and the fundamental features that characterize it with respect to the previous regime - first of all, the substantial evaluation criterion based on the so-called SIEC test - the study focuses on the debate on the need to reform merger control in the direction of a control that takes greater account of industrial policy considerations so as to favour the

development of so-called European champions which are able to compete on an equal footing with non-European industrial giants on international markets.

The issue has come back to centre stage following the European Commission's decision not to authorise the merger between Alstom and Siemens (as it was considered likely to create significant obstacles to effective competition in the single market) and the publication of the "Franco-German Manifesto for a European industrial policy fit for the 21st century", in which the governments of France and Germany strongly criticised the Commission's current approach to merger control and made proposals for reform.

The in-depth analysis of the proposals contained in the Manifesto and the (mostly negative) reactions to them from the legal and academic world provides the opportunity to reflect, later in this chapter, on the role played by public interest considerations in the context of EU merger control.

At present, for the purposes of the decision to authorise a merger, the need to protect competition and consumers clearly prevails over the demands of competitiveness of companies and, in general, over the pursuit of industrial policy objectives.

Many scholars consider the current structure of the EU regulatory framework on merger control inadequate in a market context, such as the present one, in which European companies are increasingly facing "unfair" competition from companies, primarily Chinese, controlled or subsidized by state entities, and therefore call for an adaptation of the EU regulatory framework to the changed global competitive environment.

The European Commission, chaired by Ursula Von Der Leyen, seems to have developed a renewed awareness of all this and, while reaffirming the centrality of the protection of competition in the field of merger control, has expressed the (concrete) willingness to modify some aspects of its approach to the evaluation of merger operations, for example, by updating the guidelines on the definition of the relevant geographic market, in order to allow the strengthening of the competitiveness of European companies through the development of "industrial champions".

What seems to be on the horizon is a change of perspective and a renewed sensitivity to the demands of competitiveness of EU companies, whose need is, moreover, even more evident in a historical phase, such as the current one, in which their pre-existing weaknesses are exacerbated by the Coronavirus pandemic and its devastating effects on EU economies.

It is perhaps too early to understand whether this change is destined to materialise.

In this sense, an important test is certainly the decisions that the Commission will take on the many dossiers on the table, first and foremost the Fincantieri - Chantiers de l'Atlantique case, to which the final part of the discussion is dedicated.

CAPITOLO 1

La prima normativa comunitaria in materia di fusione *cross border*: la Direttiva 2005/56/CE.

1.1 Brevi cenni storici.

La Direttiva 2005/56/CE¹ rappresenta il punto di arrivo di un lungo processo di negoziazione in seno alle istituzioni comunitarie, iniziato nel 1965 con la nomina di una commissione avente il compito di stilare un progetto di convenzione² volto a favorire le fusioni tra società appartenenti a Stati membri diversi della Comunità Europea. La convenzione non entrò mai in vigore, in quanto conteneva una serie di rinvii alle legislazioni nazionali in materia di fusioni domestiche benché queste non fossero ancora adeguatamente armonizzate.³

Il legislatore comunitario comprese dunque come fosse indispensabile, in via propedeutica, intervenire al fine di “avvicinare” le discipline nazionali sulle fusioni interne e su queste basi nel 1978 fu emanata la Terza Direttiva societaria 78/855/CEE.⁴ Tale Direttiva si rivelò di fondamentale importanza non solo per il coordinamento in sé delle normative nazionali sulle fusioni (domestiche), ma anche per aver preparato il terreno per la successiva adozione della Direttiva sulle fusioni transfrontaliere, avendo appunto armonizzato quelle disposizioni nazionali costituenti punto di riferimento per l’operazione di fusione *cross border*.⁵

Nel 1984 fu presentata dalla Commissione una proposta di Decima Direttiva⁶ in tema di fusioni transfrontaliere, in larga parte basata sulle procedure e sulle disposizioni previste dalla Terza Direttiva in materia di fusioni domestiche. Tale proposta non fu mai approvata per due ordini di ragioni⁷:

- i) la difformità delle discipline fiscali dei Paesi membri in tema di fusione (cui si è in seguito ovviato con l’approvazione della Direttiva 90/434/CE⁸);
- ii) la mancanza di un accordo in ordine al grado di tutela e di coinvolgimento dei lavoratori nel management delle società coinvolte nell’operazione.

¹ Direttiva 2005/56/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 ottobre 2005, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali.

² Consultabile in *Rivista delle Società*, 1973, pp. 978 ss.

³ CARDUCCI ARTENISIO, *Dall’armonizzazione minimale alla denazionalizzazione: la direttiva 2005/56/CE in materia di fusioni transfrontaliere*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008, I, pp. 1194 ss.

⁴ Terza direttiva 78/855/CEE del Consiglio, del 9 ottobre 1978, basata sull’articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del Trattato e relativa alle fusioni delle società per azioni.

⁵ In tal senso PAPADOPOULOS, *The magnitude of EU Fundamental Freedoms: Application of the Freedom of Establishment to the Cross-Border Mergers Directive*, in *European Business Law Review*, 2012, p. 524.

⁶ Proposta di Decima Direttiva del Consiglio, basata sull’articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del Trattato e relativa alle fusioni transfrontaliere di società per azioni.

⁷ Si veda in tal senso CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.* p. 1198.

⁸ Direttiva 90/434/CEE del Consiglio, del 23 luglio 1990, relativa al regime fiscale comune da applicare alle fusioni, alle scissioni, ai conferimenti d’attivo ed agli scambi d’azioni concernenti società di Stati Membri diversi.

In merito a quest'ultima questione, va rilevato come, nonostante l'armonizzazione operata dalla Terza Direttiva, sussistessero ancora significative differenze tra i regimi nazionali di partecipazione dei lavoratori negli organi decisionali delle società coinvolte.⁹

Le maggiori resistenze¹⁰ all'approvazione della proposta della Commissione si registrarono da parte della Germania, contraria ad ammettere l'operazione tra società tedesche e società di diversa nazionalità soprattutto per il timore che, in tal modo, fosse eluso il regime tedesco di co-determinazione¹¹.

In ragione della difficoltà a raggiungere una sintesi tra le posizioni confliggenti dei diversi Stati membri, la proposta di Direttiva fu ritirata dalla Commissione nel 1985.

Il vero punto di svolta¹² nel processo che ha portato all'adozione della Decima Direttiva è stato l'approvazione del Regolamento SE¹³ e della Direttiva SE¹⁴.

Mentre il primo disciplina la formazione e la struttura interna della *Societas Europaea*, prevedendone la possibilità di costituzione, *inter alia*, mediante una fusione tra società per azioni costituite secondo la legge di uno Stato Membro, aventi la sede sociale e l'amministrazione centrale nella Comunità e di cui almeno due siano soggette alla legge di Stati Membri differenti¹⁵, la Direttiva di accompagnamento segna il raggiungimento di un accordo di compromesso tra gli Stati membri in ordine al coinvolgimento dei lavoratori nella SE.

Potendo la formazione di quest'ultima, come appena osservato, originare da una fusione transfrontaliera, si ritenne che tale soluzione di compromesso potesse applicarsi, con qualche aggiustamento, alle fusioni intracomunitarie tra società di capitali (ancorché non risultanti nella costituzione di una SE) e costituire, in tal senso, la base per la regolamentazione contenuta nella Decima Direttiva.¹⁶

Grazie alla Direttiva SE venne quindi meno il principale ostacolo all'adozione di una Direttiva europea in materia di fusioni transfrontaliere, facendo sì che, il 18 ottobre 2005, il lungo iter qui riassunto culminasse nell'approvazione della Direttiva 2005/56/CE.

⁹ Per una panoramica delle diverse soluzioni nazionali sul punto PANNIER, *The EU Cross Border Merger Directive - A new Dimension for Employee participation and Company Restructuring*, in *EBLR*, 2005, pp. 1425-1434.

¹⁰ In tal senso DI SARLI, *La disciplina comunitaria sulla fusione transfrontaliera, un cantiere ancora aperto*, in *Nuovo Diritto Delle Società*, 2018, p. 289.

¹¹ Per una sintetica disamina del regime di co-determinazione si rinvia a CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p. 1197, nota 9.

¹² Come rilevato da UGLIANO, *The New Cross-Border Merger Directive: Harmonisation of European Company Law and Free Movement*, *EBLR*, 2007, p. 588.

¹³ Regolamento (CE) n. 2157/2001 del Consiglio, dell'8 ottobre 2001, relativo allo statuto della Società europea (SE), in *GU L294 del 10.11.2001*, pagg. 1-21.

¹⁴ Direttiva 2001/86/CE del Consiglio dell'8 ottobre 2001 che completa lo statuto della società europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori.

¹⁵ Cfr. art. 2, § 1, Reg. SE; per un quadro generale sulle tecniche di formazione di un SE si veda DE LUCA, *European Company Law*, Cambridge University Press, 2017, pp. 140-146.

¹⁶ In tal senso PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p.522.

1.2 Fondamento giuridico: la libertà di stabilimento.

La Direttiva 2005/56/CE si pone nell'ambito degli interventi di avvicinamento delle legislazioni nazionali, volti a rendere effettivo il diritto alla libertà di stabilimento previsto dagli artt. 49 e 54 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (già artt. 43 e 48 del Trattato CE).¹⁷

L'art. 3 TUE stabilisce, tra i principali obiettivi dell'Unione Europea, l'instaurazione di un "mercato interno" il quale, ai sensi dell'art. 26, secondo paragrafo, TFUE, "comporta uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali". La libertà di stabilimento rientra dunque tra le quattro libertà fondamentali su cui si regge il mercato interno.

Ai fini del riconoscimento della libertà di stabilimento, le società costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione, sono equiparate alle persone fisiche aventi la cittadinanza degli Stati membri (art 54, § 1, TFUE).¹⁸

Per "società", si intendono le società di diritto civile o di diritto commerciale, ivi comprese le società cooperative, e le altre persone giuridiche contemplate dal diritto pubblico o privato, ad eccezione delle società che non si prefiggono scopi di lucro (art 54, § 2, TFUE).

A norma dell'art. 49 TFUE, la libertà di stabilimento include il diritto alla costituzione e gestione di imprese, e in particolare di società, alle condizioni definite dalla legislazione del Paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini (c.d. diritto di stabilimento primario) e all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un altro Stato membro (c.d. diritto di stabilimento secondario).

In sostanza, il TFUE vieta agli Stati membri di adottare restrizioni all'esercizio effettivo di una attività economica mediante insediamento di uno stabilimento primario o mediante apertura di agenzie, succursali e filiali sul proprio territorio da parte di società costituite conformemente alla legge di un altro Stato membro, salvo che tali restrizioni superino il c.d. "test di Gebhard".¹⁹

Tale "test" deve il suo nome alla sentenza che con maggior chiarezza ha esplicitato i requisiti che le restrizioni alla libertà di stabilimento devono soddisfare al fine di poter risultare giustificate in base

¹⁷ UGLIANO, *op. cit.*, p. 588; DISARLI, *op. cit.*, p. 290.

¹⁸ Come osserva DELUCA (con Andrea Gentile e Fabio Schiavottello), *Trasformazione transfrontaliera in Europa: prime considerazioni su Polbud*, in *Società*, 2018/1, p.7, dalla lettura della norma si rileva che il legislatore europeo non ha operato una scelta univoca sul criterio di collegamento in base al quale definire la nazionalità della società, ponendo sullo stesso piano il luogo di costituzione (principio dell'incorporazione) e quello dell'amministrazione centrale o centro di attività principale all'interno dell'Unione (principio della sede effettiva).

¹⁹ SAGLIOCCA, *Appunti in tema di fusione transfrontaliera: tra nuove frontiere in ambito europeo e vecchie tutele dei creditori sociali*, in *Riv. Soc.*, 2019, p. 1078; si veda anche PAPADOPOULOS, *op. cit.*

all'articolo 52 TFEU (già Art 46 TCE). La norma in parola stabilisce che non violano la libertà di stabilimento le misure restrittive che siano giustificate da motivi di ordine pubblico, pubblica sicurezza e sanità pubblica.

La Corte di Giustizia ha interpretato questa norma nel senso che le suddette misure debbono applicarsi in modo non discriminatorio, essere idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo.²⁰

Nelle more dell'intervento legislativo in materia di fusioni transfrontaliere, è stata la Corte di Giustizia dell'Unione Europea a farsi carico dell'onere di chiarire la portata del principio di libertà di stabilimento in ordine a tali operazioni.

L'interpretazione del principio di libertà di stabilimento ad opera della Corte di Giustizia ha subito, negli anni precedenti l'adozione della Decima Direttiva, un'evoluzione le cui tappe principali sono rappresentate dalle note sentenze: Daily Mail del 27 settembre 1988; Centros del 9 marzo 1999; Uberseering del 5 novembre 2002; Inspire Art del 30 settembre 2003; Sevic del 13 dicembre 2005.

Le due fattispecie che hanno originariamente stimolato gli interventi della Corte di Giustizia circa l'interpretazione del *right of establishment* sono state il riconoscimento delle società straniere e il trasferimento della sede all'estero.

Con riferimento a quest'ultima tematica, la Corte di Giustizia ha affermato un principio di totale libertà delle società di trasferire la propria sede entro i confini del mercato comune.²¹

Nel solco tracciato dalla Corte di giustizia si inseriscono le sentenze Centros²², Uberseering²³ e

²⁰ Sentenza della Corte di Giustizia UE del 30 novembre 1995, Gebhard, causa C-55/94, punto 37.

²¹ GUARAGNELLA, *Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti di minoranza*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, p. 8.

²² Sentenza della Corte di giustizia UE del 9 marzo 1999, Centros Ltd. Il caso nasceva dal rifiuto da parte delle autorità danesi dell'iscrizione di una succursale di una società con sede principale in Inghilterra. Le ragioni del rifiuto risiedevano nella circostanza che la sede principale era stata individuata artatamente (senza che vi si svolgesse attività commerciale alcuna) al solo fine di eludere le norme danesi relative al capitale sociale minimo. La Corte Europea ha dichiarato che la prassi danese costituiva un ostacolo all'esercizio delle libertà sancite nel TCE, aggiungendo che "il fatto che una società non svolga alcuna attività nello Stato membro in cui essa ha la sede e svolga invece le sue attività unicamente nello Stato membro della sua succursale non è sufficiente a dimostrare l'esistenza di un comportamento abusivo e fraudolento, che consenta a quest'ultimo Stato membro di negare a tale società di fruire delle disposizioni comunitarie relative al diritto di stabilimento" (punto 29 della sentenza).

²³ Sentenza della Corte di giustizia UE del 5 novembre 2002, Ü. Origine del ricorso alla Corte Europea era stato il mancato riconoscimento della personalità giuridica, valutata, secondo l'ordinamento tedesco, sulla base del diritto del luogo della sede effettiva, di una società olandese da parte dei giudici tedeschi. Il diritto tedesco, infatti, prevedeva che, per acquistare la personalità giuridica, la società, che svolgeva quasi integralmente la propria attività in Germania, si ricostituiva conformemente al relativo ordinamento. Le conclusioni della Corte di giustizia sono state che "il rifiuto, da parte di uno Stato membro, di riconoscere la capacità giuridica di una società costituita conformemente al diritto di un altro Stato membro nel quale ha la sede sociale per il motivo, in particolare, che la società avrebbe trasferito la sede effettiva nel suo territorio in seguito all'acquisto della totalità delle quote sociali da parte di cittadini di questo Stato membro che vi risiedono, con la conseguenza che la società non può, nello Stato membro ospitante, stare in giudizio per difendere i diritti derivanti da un contratto, salvo ricostituirsi secondo il diritto di questo Stato, costituisce una restrizione alla libertà di stabilimento incompatibile, in via di principio, con gli artt. 43 CE e 48 CE" (punto 82 della sentenza).

Inspire Art²⁴, le quali hanno affermato il principio di libera scelta della *lex societatis* meno severa per la costituzione di una società che operi nel contesto del mercato unico, senza che ciò costituisca di per sé un abuso.²⁵

In particolare, il fatto che un cittadino di uno Stato membro che desideri creare una società scelga di costituirlo nello Stato membro le cui norme di diritto societario gli sembrano meno severe e crei succursali in altri Stati membri non può costituire di per sé un esercizio abusivo del diritto di stabilimento.

Infatti, il diritto di costituire una società in conformità alla normativa di uno Stato membro e di creare succursali in altri Stati membri è inerente all'esercizio, nell'ambito del mercato unico, della libertà di stabilimento garantita dal Trattato.²⁶

Per ciò che concerne, più direttamente, le operazioni di fusione transfrontaliere, la Corte di Giustizia, nella sentenza *Sevic*, ha rilevato come le fusioni *cross border* costituiscano particolari modalità di esercizio della libertà di stabilimento, importanti per il buon funzionamento del mercato interno, e rientrino pertanto tra le attività economiche per le quali gli Stati membri sono tenuti al rispetto della libertà di stabilimento di cui all'art. 43 CE.²⁷

È opportuno soffermarsi sulla sentenza in parola, per poterne esaminare i contenuti e le implicazioni rispetto alla tematica oggetto di trattazione.

La causa verteva intorno al rifiuto del registro delle imprese tedesco di iscrivere una fusione tra una società locale (*Sevic System AG*) e una società lussemburghese (*Security Vision Concept SA*).

Il rifiuto era conseguenza dell'applicazione alla fattispecie della legge tedesca, la quale prevedeva la possibilità di fusione solamente per i soggetti giuridici con sede nel territorio nazionale: mancando una norma analoga che regolasse le fusioni transfrontaliere, queste erano considerate vietate.

La Corte di Giustizia, investita della questione pregiudiziale circa la compatibilità della norma applicata con la libertà di stabilimento, ha stabilito che gli artt. 43 e 48 TCE ostano a che, in uno Stato membro, l'iscrizione nel registro delle imprese della fusione per scioglimento senza liquidazione di una società e trasmissione universale del patrimonio di quest'ultima ad altra società sia rifiutata se una delle due società ha sede in un altro Stato membro, essendo altresì possibile, rispettate talune

²⁴ Sentenza della Corte di giustizia UE del 30 settembre 2003, *Inspire Art Ltd*. In Olanda esisteva una legge sulle c.d. società formalmente straniere che imponeva alle società di capitali, aventi personalità giuridica, costituite conformemente ad un diritto diverso da quello olandese, oneri ulteriori - relativi alla pubblicità, al capitale minimo sottoscritto, nonché alla responsabilità solidale degli amministratori in caso di mancato adeguamento alle disposizioni - rispetto alle società nazionali. La Corte Europea si è espressa in questi termini: “occorre concludere che gli artt. 43 CE e 48 CE ostano ad una normativa nazionale che subordini l'esercizio della libertà di stabilimento a titolo secondario in tale Stato membro, da parte di una società costituita secondo il diritto di un altro Stato membro, a determinate condizioni, relative al capitale minimo e alla responsabilità degli amministratori, stabilite dal diritto nazionale per la costituzione di società”.

²⁵ SAGLIOCCA, *op. cit.*, p. 1080.

²⁶ Così chiaramente la sentenza *Centros*, punto 27.

²⁷ Sentenza della Corte di Giustizia UE del 13 dicembre 2005, *Sevic System AG*, punto 19.

condizioni, se le società partecipanti alla fusione hanno entrambe sede nel territorio del primo Stato membro.²⁸

Poiché la fusione transfrontaliera costituisce una modalità di esercizio del diritto di stabilimento, qualsiasi misura, adottata da uno Stato membro, che precluda la realizzazione dell'operazione ammonta ad una violazione degli articoli 49 e 54 TFUE.

La Corte di Giustizia, confermando le conclusioni cui era giunto l'Avvocato Generale Tizzano²⁹, ha sottolineato in particolare come nell'ambito di applicazione del diritto di stabilimento rientrino tutte quelle misure che permettono o anche solo facilitano l'accesso ad un altro Stato membro e/o lo svolgimento di attività economiche in tale Stato, consentendo ai soggetti interessati di poter partecipare effettivamente e alle stesse condizioni degli operatori nazionali alla vita economica del Paese.³⁰

In questo senso, la fusione transfrontaliera costituisce un importante ed efficace strumento di mobilità e riorganizzazione societaria infra-UE, in quanto consente, nel quadro di un'unica operazione, di esercitare una data attività in forme nuove e senza soluzione di continuità, riducendo pertanto notevolmente le complicazioni, i tempi ed i costi associati a forme alternative di raggruppamento societario, quali quelle che comportano, ad esempio, lo scioglimento di società con liquidazione del patrimonio e successiva costituzione di una nuova società con trasmissione a quest'ultima di singoli elementi del patrimonio.³¹

Il portato della sentenza *Sevic* è di grande rilievo, in quanto in precedenza le operazioni di fusione tra società di diversi Stati membri erano, laddove non impossibili, comunque estremamente complesse, obbligando gli operatori economici a ricorrere ad articolati *escamotages* quali, ad esempio, la creazione di un Gruppo Economico di Interesse Europeo, di una Società Europea o di una Società cooperativa europea, la liquidazione di una società con conferimento dei relativi beni ad una società di nuova costituzione o preesistente nel Paese di arrivo, la costituzione di un trust, la creazione di una joint-venture.³²

²⁸ Sentenza *Sevic System AG*, punto 31.

²⁹ Conclusioni dell'Avvocato Generale Antonio Tizzano, presentate il 7 luglio 2005, causa C-411/03.

³⁰ Sentenza *Sevic System AG*, punto 18.

³¹ Sentenza *Sevic System AG*, punto 21.

³² GUARAGNELLA, *op. cit.*, p. 13.

1.3 La Direttiva 2005/56/CE.

Benché utile a facilitare le fusioni transfrontaliere, l'esistenza di regole di armonizzazione non può assurgere a presupposto per l'attuazione della libertà di stabilimento.³³

In tal senso, la giurisprudenza della Corte di Giustizia ha, come visto, contribuito in maniera decisiva, ancor prima dell'adozione della Decima Direttiva, a riconoscere, sulla base del principio di libertà di stabilimento, la possibilità di riorganizzazione societaria transfrontaliera per ricorso ad una fusione. Posto, dunque, che la legittimità della fusione tra società soggette alle legislazioni di Stati membri differenti veniva riconosciuta già anteriormente all'emanazione della Decima Direttiva, la stessa non sembra³⁴ aver introdotto un nuovo istituto, bensì un sistema di regole teso a facilitare il compimento di tale operazione³⁵ al fine di garantire il completamento e funzionamento del mercato unico³⁶ ed accrescere la competitività delle imprese europee, favorendo l'accesso da parte delle stesse a risorse produttive e finanziarie nel mercato interno ed internazionale³⁷.

L'intervento del legislatore comunitario risulta pertanto tutt'altro che pleonastico³⁸. Esso non svolge solamente la funzione di impedire che le operazioni di fusione intracomunitarie siano vietate: tale divieto era stato già sancito, come visto, dalla Corte di Giustizia con la sentenza *Sevic*. La Direttiva mira bensì a favorire attivamente il ricorso a questa fattispecie di operazione straordinaria. I due provvedimenti, uno di natura giurisprudenziale e l'altro di natura legislativa, devono, dunque, essere letti in chiave armonica ed in una prospettiva di complementarità.³⁹

L'obiettivo primario⁴⁰ della Direttiva 2005/56/CE è quello di eliminare negli ordinamenti interni tutto ciò che costituisce impedimento giuridico ed amministrativo alle fusioni transfrontaliere, in virtù di una necessità di cooperazione e raggruppamento tra società di capitali di Stati membri diversi⁴¹.

Gli ostacoli principali alla realizzazione del *merger* transfrontaliero derivano dal fatto che gli Stati membri prevedono, in tema di fusione domestica, discipline parzialmente differenti tra loro, che

³³ Sentenza *Sevic System AG*, punto 26.

³⁴ DI SARLI, *op. cit.*, p. 291.

³⁵ Cfr. i *consideranda* II, III, VII della Decima Direttiva, in cui il legislatore usa espressamente l'espressione «*facilita*» o «*facilitare*» con riferimento agli scopi della Direttiva medesima.

³⁶ Cfr. il *considerando* n.1 della Direttiva.

³⁷ Sul punto si veda il Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sulle fusioni transfrontaliere delle società di capitali, disponibile sul sito www.eur-lex.europa.eu.

³⁸ SIEMS, *The European Directive on Cross-border Mergers: An International Model?*, in *Colum. J. Eur. L.*, 2005, p. 170.

³⁹ GUARAGNELLA, *op. cit.*, p. 14.

⁴⁰ Cfr. CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p. 1199.

⁴¹ Cfr. il *considerando* n.1 della Direttiva.

sovente comportano, in caso di coinvolgimento di società regolate in base a diversi ordinamenti nazionali, la violazione di norme imperative di qualcuno degli Stati di volta in volta interessati.

Ad ostacolare tali operazioni contribuisce, poi, l'inadeguatezza delle abituali norme di protezione applicabili alle fusioni interne rispetto alle problematiche connesse al carattere transfrontaliero dell'operazione, concernenti in particolare i dipendenti, i creditori e i soci di minoranza.⁴²

Facilitando l'esercizio del diritto alla libertà di stabilimento, la Decima Direttiva mira a favorire lo sviluppo del mercato interno e la competitività delle società degli Stati membri.

Alla base dell'intervento del legislatore comunitario vi è dunque la consapevolezza che la fusione transfrontaliera costituisca, per le società che vi partecipano, una importante fonte di crescita "per vie esterne", che permette a queste di rafforzare la propria competitività non solo all'interno del mercato unico, ma anche a livello globale, e come tale deve essere favorita.⁴³

Sul piano della tecnica legislativa, la Decima Direttiva realizza una forma di armonizzazione c.d. minimale, limitandosi ad introdurre un *framework* in grado di rimuovere gli impedimenti derivanti dal carattere transnazionale dell'operazione e ripartendo tra i vari ordinamenti nazionali coinvolti la competenza in ordine ai nodi maggiormente problematici del procedimento di fusione (quali, tra i più rilevanti, la tutela di soci di minoranza e creditori).⁴⁴

Essa non ha condotto, quindi, ad una disciplina completa, unitaria ed autosufficiente, limitandosi a definire una cornice normativa comune e rinviando poi per larga parte, per quel che riguarda le norme di dettaglio, alle legislazioni degli Stati membri in materia di fusione interna, in parte armonizzate per effetto della Terza Direttiva.⁴⁵

L'atto comunitario in commento ha omesso di garantire alla fusione transfrontaliera di essere effettuata alle stesse condizioni alle quali è permessa la realizzazione della fusione a livello domestico. Invero, come si vedrà, su alcuni punti le regole introdotte realizzano la parità di trattamento tra fusione transfrontaliera e fusione interna, però rispetto all'ordinamento più liberale, con la conseguenza che in alcuni ordinamenti sono possibili fusioni transfrontaliere che alle medesime condizioni non sarebbero ammissibili se realizzate internamente; su altri aspetti, di contro, la medesima Direttiva autorizza l'introduzione di regole per la fusione transfrontaliera maggiormente rigorose rispetto a quelle applicabili alle fusioni domestiche.⁴⁶

⁴² RESCIO, *Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla direttiva 2005/56/CE in materia di fusione transfrontaliera*, in *Rivista di diritto societario*, 2007.

⁴³ In tal senso PAPADOPOULOS, *EU Regulatory approaches to mergers: exercising the right of establishment*, in *European Law Review*, 2011, 36 (1), p. 72.

⁴⁴ UGLIANO, *op. cit.*, p. 597; DI SARLI, *op. cit.*, p. 1.

⁴⁵ DI SARLI, *op. cit.*, p. 2.

⁴⁶ SAGLIOCCA, *op. cit.*, p. 1086.

In questo approccio si individua la volontà del legislatore comunitario di favorire la competizione fra ordinamenti giuridici, nella prospettiva di offrire agli operatori del mercato la possibilità di mutare la *lex societatis* di riferimento tramite l'istituto della fusione, purché nel rispetto della disciplina antitrust interna e comunitaria.⁴⁷

⁴⁷ DI SARLI, *op. cit.*, p. 2. L'autore sottolinea come il *favor* nei confronti della concorrenza tra ordinamenti sia suscettibile di provocare fenomeni di c.d. arbitraggio regolamentare, innescando una forma di *race to the bottom* tra Stati Membri che intendono rendere la propria disciplina attrattiva per la realizzazione dell'operazione, rimarcando come, in ogni caso, il cambio della *lex societatis* della società incorporata in conseguenza della fusione non può provocare, in ambito comunitario, l'approdo ad un regime caratterizzato da sistemi di tutela significativamente inferiori rispetto a quelli assicurati dall'ordinamento di partenza. In tal senso, si veda anche RESCIO, *op. cit.*, p.11.

1.4 Le società interessate.

La Direttiva 2005/56/CE si applica, secondo quanto dispone l'art. 1⁴⁸, alle fusioni di società di capitali costituite in conformità della legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nella Comunità, a condizione che almeno due di esse siano soggette alla legislazione di Stati membri diversi.

Ai fini della Direttiva in commento, per "società di capitali" si intendono due categorie di società⁴⁹:

- i) le società rientranti nei tipi nazionali corrispondenti alle nostre società per azioni, società a responsabilità limitata e società in accomandita per azioni;
- ii) ogni società dotata di capitale sociale e avente personalità giuridica, che possiede un patrimonio distinto il quale risponde, da solo, dei debiti della società e che è soggetta in virtù della sua legislazione nazionale a determinate condizioni di garanzia a tutela degli interessi dei soci e dei terzi (pubblicità, responsabilità per gli atti compiuti prima dell'iscrizione, inopponibilità ai terzi delle limitazioni volontarie alla rappresentanza organica, controllo preventivo o forma dell'atto pubblico per la costituzione, disciplina restrittiva ed efficacia *ex nunc* della nullità della società).

L'approccio adottato dal legislatore comunitario è senza dubbio più ambizioso di quello della Terza Direttiva e dello Statuto della Società Europea: mentre questi ultimi provvedimenti si applicano, infatti, ai soli tipi societari corrispondenti alla società per azioni, la Decima Direttiva comprende nel proprio ambito di applicazione anche quelle fusioni transfrontaliere che interessano le società a responsabilità limitata e i loro equivalenti negli altri Stati Membri.⁵⁰

In tal modo, la Direttiva consente il ricorso all'istituto della fusione *cross-border* anche da parte di piccole e medie imprese costituite spesso in forma di società a responsabilità limitata, facendo sì che tale strumento non sia appannaggio esclusivo delle grandi società ma possa essere utilizzato anche da società di minori dimensioni.⁵¹

L'istituto della fusione transfrontaliera previsto dalla Direttiva in commento sembra, pertanto, rivolto essenzialmente a quelle società di capitali medio-piccole che non possono (ad esempio per impossibilità di raggiungere il capitale minimo dovuta all'insufficienza delle risorse finanziarie)

⁴⁸ Oggi art. 118 Dir. Soc.

⁴⁹ Cfr. art. 2 DFT, oggi art. 119 Dir. Soc., modificato dalla Dir. 2121/2019.

⁵⁰ UGLIANO, *op. cit.*, p. 597.

⁵¹ PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p.529.

adottare il modello della SE risultante da fusione per attuare forme di riorganizzazione e cooperazione transnazionale.⁵²

La Direttiva ammette la realizzazione della fusione transfrontaliera esclusivamente tra società costituite in conformità della legislazione di uno Stato membro e aventi, in alternativa, la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nella Comunità.

Tali requisiti, modellati sul calco dell'art. 54 TFUE, valgono a far sì che tutte le società che godono del diritto alla libertà di stabilimento possano, ricorrendo agli altri requisiti previsti dall'atto comunitario (*in primis* di carattere tipologico), realizzare una fusione transfrontaliera.⁵³

Si è peraltro osservato⁵⁴ come questo meccanismo produca l'effetto di consentire anche alle c.d. *letter-box companies*, società fittizie aventi il proprio centro di attività principale al di fuori della Comunità Europea, di beneficiare delle disposizioni della Direttiva.⁵⁵

L'articolo 3 della Direttiva⁵⁶ pone dei limiti al campo di applicazione dell'istituto, escludendo esplicitamente e perentoriamente o conferendo agli Stati membri la facoltà di escludere alcune categorie di società dal ricorso alla fusione *cross-border*.

Gli Stati membri possono decidere di non applicare le disposizioni della Direttiva alle fusioni transfrontaliere a cui partecipi una società cooperativa, anche nei casi in cui quest'ultima rientrerebbe nella definizione di società di capitali di cui all'articolo 2, primo paragrafo.

Data la particolarità della società cooperativa⁵⁷, è dunque conferita ai legislatori nazionali la facoltà di decidere se escludere o meno questo tipo societario dal campo di applicazione del provvedimento in commento. In mancanza di una espressa esclusione le cooperative beneficiano pertanto della disciplina comunitaria.

La Direttiva non si applica, altresì, "alle fusioni transfrontaliere a cui partecipi una società avente per oggetto l'investimento collettivo di capitali raccolti presso il pubblico, che opera secondo il principio della ripartizione del rischio e le cui quote, a richiesta dei possessori, sono riscattate o rimborsate, direttamente o indirettamente, attingendo alle attività di detta società".⁵⁸

⁵² CARDUCCI ATRENISSIO, *op. cit.*, p. 1201; UGLIANO, *op.cit.*, p.611.

⁵³ UGLIANO, *op. cit.*, p.599.

⁵⁴ In tal senso RICKFORD, *The proposed Tenth Company Law Directive and its impact in the UK*, in *EBLR*, p. 1401.

⁵⁵ Contrariamente a quanto previsto dal Regolamento SE, il quale richiede che, ai fini della costituzione della SE per tramite di una fusione, tanto la sede sociale quanto l'amministrazione centrale delle società coinvolte nell'operazione siano situate all'interno della Comunità.

⁵⁶ Oggi art. 120 Dir. Soc., modificato dalla Dir. 2121/2019.

⁵⁷ RESCIO, *op. cit.*, p.6.

⁵⁸ Si tratta, nel panorama italiano, degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): società di gestione del risparmio (SGR) che gestiscono fondi comuni di investimento e SICAV.

La ragione dell'esenzione è probabilmente da ricercarsi nell'intento di evitare discriminazioni in ambito europeo, poiché non in tutti i Paesi UE tali organismi sono dotati di personalità giuridica, sicché non sempre rientrerebbero nella definizione di società di capitali accolta dalla Direttiva.⁵⁹

Alcuni autori⁶⁰ sostengono che il ristretto ambito di applicazione della Direttiva sia in contrasto con il diritto alla libertà di stabilimento, come declinato dalla Corte di Giustizia nella sentenza *Sevic*, che garantisce la possibilità di esercitare tale diritto per mezzo di una fusione transfrontaliera a tutte le società *ex art 54 TFUE*⁶¹.

La ragione di questa limitazione risiede fondamentalmente nel fatto che la promozione della mobilità transfrontaliera nei confronti delle società non di capitali non è considerata tanto rilevante sotto il profilo economico quanto lo sia rispetto alle società di capitali.

⁵⁹ In questo senso RESCIO, *op. cit.*, p.6.

⁶⁰ Tra cui PAPADOPOULOS, *op. cit.*

⁶¹ Sentenza *Sevic System AG*, punto 17.

1.5 Le modalità di realizzazione della fusione.

La nozione di fusione accolta nella Decima direttiva riprende, salvo alcune variazioni, quella già formulata nella Terza Direttiva in materia di fusione domestica.⁶²

Essa è contraddistinta dallo scioglimento senza liquidazione delle società incorporate o fuse in senso stretto con trasferimento del loro intero patrimonio all'incorporante o alla società costituita per effetto della fusione e contestuale assegnazione ai soci di ogni società estinta di partecipazioni al capitale sociale della società incorporante o neocostituita, con un eventuale conguaglio in danaro non superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni attribuite o, in mancanza di valore nominale, della loro parità contabile.

Sul piano applicativo, si è rilevato che occorre prescindere dalle diverse teorie ricostruttive privilegiate nei vari ordinamenti e dalla terminologia dagli stessi adoperata nella descrizione della fattispecie, per ricondurre alla fusione transfrontaliera qualsiasi operazione funzionalmente volta alla integrazione giuridica di due o più società, strutturalmente caratterizzata dall'assunzione da parte di una società preesistente o di nuova costituzione della totalità del patrimonio, attivo e passivo, di un'altra società, dall'estinzione senza liquidazione della società così incorporata, e dall'assegnazione ai suoi soci di partecipazioni al capitale sociale della società incorporante o risultante dalla fusione.⁶³

La Direttiva 2005/56/CE descrive, in particolare, tre diversi metodi per realizzare una fusione transfrontaliera. Si tratta, ai sensi dell'articolo 2, di:

1. Fusione per incorporazione, in cui una o più società trasferiscono, a causa e all'atto dello scioglimento senza liquidazione, la totalità del loro patrimonio attivo e passivo ad altra società preesistente;
2. Fusione per costituzione di una nuova società, in cui due o più società trasferiscono, all'atto dello scioglimento senza liquidazione, la totalità del loro patrimonio attivo e passivo ad una società da loro costituita;
3. Incorporazione di società interamente posseduta, in cui una società trasferisce, a causa e all'atto dello scioglimento senza liquidazione, la totalità del proprio patrimonio attivo e passivo alla società che detiene la totalità delle quote o dei titoli rappresentativi del suo capitale sociale.

⁶² Cfr. artt. 3, 14 e 19, Dir. 78/855/CEE.

⁶³ BENEDETELLI, *La fusione transfrontaliera*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Assago, 2007, 4, p. 368.

Come si è osservato in dottrina, quantomeno in caso di costituzione di nuova società tramite una fusione transfrontaliera, la società risultante può essere stabilita in uno Stato membro diverso da quelli originari delle società coinvolte, sulla scorta della piena esplicazione della libertà di stabilimento.⁶⁴

Si è visto come la Terza Direttiva fissi, in relazione alle fusioni interne, il limite massimo del conguaglio in denaro ad integrazione del concambio nel dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate. Questa limitazione sembra volta a preservare il carattere di fusione dell'operazione, evitando che la stessa possa, nei fatti, tradursi in un'OPA.⁶⁵

La stessa Terza Direttiva rimette, tuttavia, alla discrezionalità dei legislatori nazionali l'opzione di elevare il conguaglio in contanti oltre il limite del dieci per cento⁶⁶, consentendo di ipotizzare una fusione transfrontaliera tra società in relazione ad una sola delle quali il limite in discorso sia superiore a tale soglia. In tal caso, la fusione, ammissibile a quelle condizioni per una delle società coinvolte, non lo sarebbe per un'altra e pertanto non potrebbe realizzarsi.

Questo impedimento intende rimuovere l'art. 3, primo paragrafo, della Decima Direttiva, nell'affermare che essa si applica anche allorché la legislazione di almeno uno degli Stati membri interessati consenta che il conguaglio in contanti superi il limite del dieci per cento.⁶⁷

La *ratio* di questa norma è da ricercarsi nell'intento di favorire il pieno esercizio della libertà di stabilimento per mezzo, appunto, del ricorso alla fusione transfrontaliera.

Il legislatore comunitario, in coerenza con il manifestato *favor* per la concentrazione, assicura la prevalenza dell'ordinamento nazionale che al proprio interno maggiormente agevola la fusione, costringendo l'ordinamento più restrittivo a adeguarsi.⁶⁸

In relazione al conguaglio, la Decima Direttiva introduce un ulteriore elemento non previsto dalla Terza Direttiva in materia di fusione interna.

Ai sensi dell'articolo 2, infatti, il conguaglio può essere costituito non solo, come previsto dalla Terza Direttiva, da azioni o quote ma, più in generale, da titoli rappresentativi del capitale della società incorporante o risultante dalla fusione.

⁶⁴ Questo risultato può inferirsi, in linea con quanto previsto dal Regolamento della SE, dall' art. 8, secondo paragrafo della Direttiva, che, disciplinando la relazione degli esperti indipendenti, conferma indirettamente tale possibilità. In tal senso RICKFORD, *op. cit.*, p. 1394; PAPADOPOULOS, *op.cit.*, p.528.

⁶⁵ RICKFORD, *op. cit.*, p. 1402.

⁶⁶ Cfr. art. 30, Dir. 78/855/CEE.

⁶⁷ RESCIO, *op. cit.*, p.4.

⁶⁸ PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p. 540. Si veda anche RICKFORD, il quale rileva come il Regolamento SE detti al riguardo (art. 18) una regola diversa, prevedendo che ogni società sia soggetta, per le materie non contemplate dal Regolamento, alla propria legislazione nazionale applicabile alle fusioni interne. Ciò sembra significare che se una società partecipante alla fusione è legittimata ad offrire, in base alla disciplina nazionale, un conguaglio in denaro superiore al 10%, ma l'altra società, a sua volta, non lo è, si applicherà il minor limite previsto dai due ordinamenti.

Ciò pone un problema in ordine al calcolo del limite del conguaglio in denaro, dal momento che il valore nominale (o la parità contabile) dovrà essere calcolato anche in relazione a titoli, diversi da azioni o quote, la cui valutazione può risultare particolarmente complicata o incerta.⁶⁹

⁶⁹ UGLIANO, *op. cit.*, p.601; RICKFORD, *op. cit.*, p.1403.

1.6 Rinvio alle legislazioni nazionali e parità di trattamento.

L'articolo 4, secondo paragrafo della Direttiva⁷⁰, ribadendo il principio già affermato nel considerando n. 3, stabilisce che, per gli aspetti non regolamentati dalla Direttiva, ogni società partecipante ad una fusione transfrontaliera resta soggetta alle disposizioni e alle formalità previste dalla legislazione nazionale applicabile in caso di fusione domestica, riguardanti in particolare il processo decisionale, la protezione dei dipendenti, dei creditori, dei soci, degli obbligazionisti e dei possessori di altri titoli.

Come si è già evidenziato, la Decima Direttiva costituisce un intervento di “armonizzazione minimale”, limitandosi ad offrire un apparato di regole comuni (sia di conflitto/riparto, sia materiali) volte ad agevolare il compimento della fusione transfrontaliera per poi rinviare alle legislazioni nazionali per la regolamentazione dei profili di dettaglio.⁷¹

Il rinvio alle legislazioni nazionali mira principalmente a precludere alle società coinvolte la possibilità di sottrarsi, tramite il ricorso allo strumento della fusione *cross-border*, all'osservanza di normative nazionali particolarmente restrittive.⁷² Tale meccanismo si rivela, tuttavia, problematico nel caso in cui la fusione transfrontaliera coinvolga società a responsabilità limitata. Se, infatti, le disposizioni nazionali concernenti le fusioni di società per azioni risultano armonizzate per effetto della Terza Direttiva, lo stesso grado di armonizzazione non può dirsi conseguito nell'ambito della disciplina delle società a responsabilità limitata, con conseguente rischio di vedere applicate ad alcune delle società coinvolte normative assai meno rigorose rispetto a quella prevista per le s.p.a. dalla Terza Direttiva (ad esempio in ordine alla maggioranza necessaria per l'approvazione assembleare dell'operazione di fusione).⁷³

Il primo paragrafo della norma in commento individua le uniche due ipotesi nelle quali è lecito per una legge nazionale ostacolare la fusione transfrontaliera: si tratta di ipotesi riconducibili al principio di parità di trattamento tra fusione transfrontaliera e fusione interna.⁷⁴

In primo luogo, la Direttiva prevede che le fusioni transfrontaliere sono ammesse unicamente tra tipi di società a cui la legislazione nazionale degli Stati membri interessati consente di fondersi.

Inoltre, essa prevede che se la legislazione di uno Stato membro consente alle autorità nazionali di opporsi, per motivi di interesse pubblico, ad una fusione a livello nazionale, questa legislazione si

⁷⁰ Oggi art. 121 Dir. Soc., modificato dalla Direttiva 2121/2019.

⁷¹ DI SARLI, *op. cit.*, p.2.

⁷² UGLIANO, *op. cit.*, p.600;

⁷³ PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p. 534.

⁷⁴ RESCIO, *op. cit.*, p. 7.

applica anche ai casi fusione transfrontaliera se vi è soggetta almeno una delle società che vi partecipano.

Pertanto, nelle ipotesi nelle quali per uno degli ordinamenti interessati la corrispondente fusione interna non è mai ammissibile (di diritto o per effetto di opposizione dell'autorità nazionale competente) la parificazione tra fusione transfrontaliera e fusione interna è effettuata con riferimento all'ordinamento nazionale più restrittivo e allora la prima, come la seconda, non sarà realizzabile.⁷⁵

Viceversa, come si è visto in relazione all'ipotesi in cui non tutte le legislazioni nazionali applicabili alle società coinvolte nell'operazione consentano un conguaglio in denaro superiore al dieci per cento, laddove per uno degli ordinamenti interessati la corrispondente fusione interna sia in astratto attuabile, ma non alle condizioni in cui lo è nell'altro ordinamento coinvolto, la parificazione tra fusione transfrontaliera e fusione interna è effettuata con riferimento all'ordinamento nazionale più liberale, alla cui stregua la fusione transfrontaliera sarà realizzabile.⁷⁶

⁷⁵ RESCIO, *op. cit.*, p.8; si veda inoltre RICKFORD, *op. cit.*, p.1402, il quale osserva come, con riguardo alla prima delle ipotesi, il riferimento agli "Stati membri" al plurale starebbe a significare che, affinché la fusione transfrontaliera sia ammissibile, tutti gli Stati coinvolti debbano consentirla a livello interno.

⁷⁶ RESCIO, *op. cit.*, p.8.

1.7 La procedura di fusione.

Il legislatore comunitario ha previsto una separazione tra la fase preparatoria e decisionale della fusione transfrontaliera e quella dell'esecuzione e del controllo del perfezionamento della stessa.

La regolamentazione della prima fase è, in via di principio, affidata dalla Direttiva alle legislazioni nazionali cui sono soggette le singole società interessate (art. 4, paragrafo 1).

L'applicazione della normativa nazionale viene meno solo laddove essa entri in conflitto con la disciplina specifica dettata dalla Decima Direttiva. Non sono poche le disposizioni della Direttiva, inerenti a tale fase, che prevalgono sulle eventualmente diverse disposizioni nazionali. Esse si prefiggono di rafforzare il flusso informativo proveniente dalle società coinvolte e rivolto ai vari portatori di interessi, in funzione della maggiore complessità e delicatezza della fusione transfrontaliera rispetto a quella interna.⁷⁷

Il primo step della procedura di fusione transfrontaliera consiste nella redazione del progetto comune di fusione da parte dell'organo di direzione o di amministrazione di ogni società coinvolta.

L'art. 5 della Direttiva⁷⁸ indica il contenuto minimo in termini di dati e informazioni che lo stesso deve recare.

Tra questi assume fondamentale importanza l'indicazione della sede statutaria della società risultante dalla fusione, la quale permette ai creditori, agli obbligazionisti ed eventualmente ai soci di individuare e valutare la *lex societatis* cui la società sarà sottoposta, consentendo di svolgere un previo giudizio sull'opportunità di avvalersi dei rimedi loro riconosciuti.⁷⁹

Parimenti importante è l'indicazione di informazioni sulla valutazione degli elementi patrimoniali attivi e passivi che sono trasferiti alla società derivante dalla fusione transfrontaliera e delle probabili ripercussioni dell'operazione sull'occupazione, nonché, se del caso, di informazioni sulle procedure secondo le quali sono fissate le modalità relative al coinvolgimento dei lavoratori.

Tali dati, non previsti dalla Terza Direttiva rispetto al progetto di fusione domestica, sono stati aggiunti a quelli inizialmente previsti nella proposta della Commissione⁸⁰ in sede di approvazione

⁷⁷ RESCIO, *op.cit.*, p.9.

⁷⁸ Oggi art. 122 Dir. Soc., modificato dalla Dir. 2121/2019.

⁷⁹ In tal senso UGLIANO, *op. cit.*, p.603; CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p.1203.

⁸⁰ Segnatamente, si richiedeva l'indicazione del rapporto di cambio dei titoli o delle quote rappresentativi del capitale sociale ed eventualmente l'importo del conguaglio in contanti; le modalità di assegnazione dei titoli o delle quote rappresentativi del capitale sociale della società derivante dalla fusione transfrontaliera; le probabili ripercussioni della fusione transfrontaliera sull'occupazione; la data a decorrere dalla quale tali titoli o quote rappresentativi del capitale sociale danno diritto alla partecipazione agli utili, nonché ogni modalità particolare relativa a tale diritto; la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società che partecipano alla fusione si considerano, dal punto di vista contabile, compiute per conto della società derivante dalla fusione transfrontaliera; i diritti accordati dalla società derivante dalla fusione transfrontaliera ai soci titolari di diritti speciali o ai possessori di titoli diversi dalle quote rappresentative del

della stessa, al fine di accrescere la trasparenza dell'operazione verso i portatori di interessi, valorizzando, in particolare, la tutela dei diritti dei lavoratori.⁸¹

L'art. 6 della Direttiva⁸² prevede che, almeno un mese prima dell'assemblea generale convocata per deliberare in merito all'approvazione del progetto comune di fusione, quest'ultimo sia oggetto di pubblicità in tutti i registri delle imprese degli Stati in cui sono iscritte le società coinvolte.

Tale adempimento risponde alla finalità di garantire la conoscibilità dei termini dell'operazione ai soggetti coinvolti nella stessa, ed in particolar modo ai creditori, ai soci ed ai lavoratori.

A *latere* della pubblicazione nei registri nazionali, è disposta un'altra forma di pubblicità da eseguirsi nella Gazzetta Ufficiale degli Stati le cui leggi regolano le società partecipanti.

Oggetto di tale *disclosure* sono, oltre ai dati relativi alle società partecipanti (forma, denominazione e sede statutaria)⁸³, alcune indicazioni di specifico interesse per creditori e soci, relative alle modalità di esercizio dei relativi diritti e di apprendimento gratuito delle informazioni a tal fine necessarie, fatta salva, in ogni caso, la possibilità per gli Stati membri di imporre ulteriori requisiti.

La Direttiva non stabilisce espressamente il momento in cui debba avvenire la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale. Sembra comunque plausibile che essa debba essere coeva o comunque immediatamente successiva al deposito del progetto di fusione presso il registro delle imprese⁸⁴ e che, in ogni caso, debba effettuarsi prima che sia iniziato a decorrere il termine per l'esercizio dei diritti spettanti a quelle categorie di soggetti alla cui tutela tali informazioni sono principalmente preordinate⁸⁵.

L'art. 7 della Direttiva⁸⁶ impone all'organo di direzione o di amministrazione di ciascuna delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera di redigere una relazione che illustri e giustifichi gli aspetti giuridici ed economici dell'operazione, illustrandone le conseguenze per i soci, i creditori e i lavoratori.

Tale relazione è finalizzata a fornire ai soci e agli altri *stakeholders* coinvolti⁸⁷ le informazioni necessarie per valutare e decidere in merito alla realizzazione della fusione.⁸⁸

capitale sociale o le misure proposte nei loro confronti; tutti i vantaggi particolari eventualmente attribuiti agli esperti che esaminano il progetto di fusione transfrontaliera nonché ai membri degli organi di amministrazione, di direzione, di vigilanza o di controllo delle società che partecipano alla fusione; l'atto costitutivo e lo statuto della società derivante dalla fusione transfrontaliera;

⁸¹ CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p.1203.

⁸² Oggi art. 123 Dir. Soc, modificato dalla Dir. 2121/2019.

⁸³ Si tratta di informazioni in gran parte già incluse nel progetto comune di fusione.

⁸⁴ CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p.1204.

⁸⁵ RESCIO, *op. cit.*, p. 10.

⁸⁶ Oggi art. 124 Dir. Soc., modificato dalla Dir. 2121/2019.

⁸⁷ Sul punto il legislatore comunitario non è chiaro. Come rilevato da RESCIO, *op. cit.*, p. 10, pur essendo la relazione finalizzata ad illustrare le conseguenze dell'operazione per i soci, i creditori e i lavoratori, con una certa contraddizione si afferma che la stessa è "destinata ai soci" e si prescrive che sia messa a disposizione dei soli soci e rappresentanti dei lavoratori (dunque non anche dei creditori).

⁸⁸ UGLIANO, *op. cit.*, p.604.

A tal fine, la stessa deve essere messa a disposizione dei soci e dei rappresentanti dei lavoratori (o, in assenza di questi ultimi, dei lavoratori stessi) almeno un mese prima della data dell'assemblea convocata per approvare l'operazione. I lavoratori (o i loro rappresentanti) possono al riguardo formulare un parere che, ove espresso, costituirà parte integrante della relazione.

Si prevede poi, ai sensi dell'art. 8 della Direttiva⁸⁹, che per ciascuna società sia redatta una relazione di esperti indipendenti, il cui contenuto minimo è determinato con rinvio all'art. 10 della Terza Direttiva (valutazione circa la congruità del rapporto di cambio, indicazione dei metodi seguiti per la valutazione e dell'adeguatezza degli stessi, determinazione dei valori in relazione ai metodi seguiti, importanza assegnata agli stessi metodi nella determinazione dei valori, eventuali difficoltà particolari di valutazione).

Tale relazione deve essere messa a disposizione dei soci, cui è destinata, almeno un mese prima della data dell'assemblea generale convocata per l'approvazione.

È prevista la facoltà in capo ai soci delle società coinvolte di rinunciare, all'unanimità, all'esame del progetto comune di fusione transfrontaliera da parte degli esperti indipendenti o solamente alla successiva relazione.⁹⁰

In ordine alle modalità di designazione degli esperti indipendenti, la Direttiva attribuisce a ciascuna delle società coinvolte nell'operazione la nomina diretta di questi ultimi, salvo richiedere la designazione ad opera dell'autorità giudiziaria o amministrativa tutte le volte in cui le società coinvolte decidano congiuntamente di avvalersi di uno o più esperti per la redazione di un'unica relazione.

La relazione degli esperti indipendenti non è richiesta, ai sensi dell'art. 15 della Direttiva⁹¹, nel caso di incorporazione di società di cui l'incorporante detiene tutte le quote e tutti gli altri titoli che conferiscono diritti di voto nell'assemblea generale; con riferimento all'incorporazione di società possedute almeno al 90%, tale relazione non è richiesta qualora ciò sia previsto dalla legislazione nazionale cui è soggetta la società incorporante o la società incorporata.

L'art. 9 della Direttiva⁹² prevede che, presa conoscenza delle relazioni suindicate, l'assemblea generale di ciascuna delle società che partecipano alla fusione è chiamata a decidere sull'approvazione del progetto comune di fusione transfrontaliera.

Tale disposizione non contiene alcuna previsione in ordine al quorum richiesto per l'approvazione della fusione o alle regole che governano la procedura deliberativa. Ne deriva che si applicano le

⁸⁹ Oggi art. 125 Dir. Soc., modificato dalla Direttiva 2121/2019.

⁹⁰ La stessa facoltà non è espressamente ammessa, peraltro, rispetto alla relazione dell'organo amministrativo, in ragione della funzione di informazione e tutela anche dei dipendenti che la stessa sottende.

⁹¹ Oggi art. 132 Dir. Soc., modificato dalla Direttiva 2121/2019.

⁹² Oggi art. 126 Dir. Soc., modificato dalla Direttiva 2121/2019.

disposizioni e le formalità prescritte in tema di fusione domestica dalle legislazioni nazionali coinvolte.⁹³

In caso di fusione transfrontaliera per incorporazione, la Direttiva consente alla società incorporante di prescindere dall'approvazione assembleare al ricorrere di talune condizioni cumulative, individuate attraverso un rinvio alla Terza Direttiva in materia di fusione interna, ossia quando:

- i) l'incorporante ha assolto agli obblighi pubblicitari nei termini previsti;
- ii) i soci della società incorporante sono stati messi in condizione di prendere visione, presso la sede sociale ed almeno un mese prima della data fissata per la prevista deliberazione, di taluni documenti informativi;
- iii) uno o più azionisti dell'incorporante che dispongano di azioni per una percentuale minima non inferiore al 5% del capitale sottoscritto sono stati messi in condizione di ottenere la convocazione dell'assemblea generale per deliberare la fusione.

Approvata la fusione transfrontaliera, è previsto l'espletamento di un esame preventivo circa la regolarità della stessa, articolato su due livelli di controllo.⁹⁴

Il primo controllo, di cui all'art. 10 della Direttiva⁹⁵, ha ad oggetto la legittimità e il perfezionamento del processo decisionale svoltosi in ciascuna delle società che partecipano alla fusione transfrontaliera.⁹⁶

Esso è svolto, per ciascuna società partecipante alla fusione, dall'autorità nazionale⁹⁷ designata dallo Stato membro alla cui legislazione essa è soggetta.

In caso di esito positivo, l'autorità competente è tenuta a rilasciare alla società, "senza indugio", un certificato attestante a titolo definitivo l'adempimento regolare degli atti e delle formalità preliminari alla fusione.⁹⁸

Il secondo controllo, previsto dall'art. 11⁹⁹, ha ad oggetto una valutazione della legittimità della fusione transfrontaliera alla stregua delle disposizioni dello Stato membro di "destinazione" per ciò che concerne "la parte della procedura relativa alla realizzazione dell'operazione ed, eventualmente,

⁹³ Tale conclusione è conforme al principio generale di cui all'art.4, par.2.

⁹⁴ Cfr. artt. 10-11 Dir. 2005/56/CE.

⁹⁵ Oggi art. 127 Dir. Soc., modificato dalla Direttiva 2121/2019.

⁹⁶ Cfr. il VII considerando.

⁹⁷ L'autorità nazionale competente può essere un notaio, un tribunale o una qualsiasi altra autorità. In assenza di riferimenti alle autorità nazionali competenti in materia di fusione interna, si è osservato come la direttiva consentirebbe agli Stati membri di designare un'autorità speciale con competenza esclusiva in materia di fusioni transfrontaliere: RICKFORD, *op. cit.*, p.1409.

⁹⁸ Come osservato da RESCIO, *op. cit.*, p.12, tale certificato mira a rassicurare circa la "tenuta giuridica" delle singole fasi del procedimento decisionale, la quale si ha non soltanto quando il procedimento sia totalmente immune da vizi, ma anche quando i vizi eventualmente esistenti non siano tali da impedire l'iscrizione nel registro delle imprese e sia esclusa la loro concreta rilevanza sulla efficacia della delibera.

⁹⁹ Oggi art. 128 Dir. Soc., modificato dalla Dir.2121/2019.

alla costituzione della nuova società derivante dalla fusione quando quest'ultima è soggetta alla sua legislazione nazionale”.

Tale scrutinio è demandato all'autorità competente in base alla legge dello Stato membro in cui la società deve essere iscritta a esito dell'operazione.¹⁰⁰

Esso si incentra sull'accertamento che le società che partecipano all'operazione abbiano approvato il progetto comune di fusione transfrontaliera negli stessi termini e, se necessario, che le modalità relative alla partecipazione dei lavoratori previste dalla Direttiva¹⁰¹ siano state rispettate.

Al fine di espletare tale compito, l'autorità competente deve ricevere dalle società partecipanti, entro sei mesi dal relativo rilascio, i certificati preliminari nonché il progetto comune approvato dalle assemblee generali.

L'espletamento del controllo di legittimità della fusione transfrontaliera *ex art. 11* segna l'inizio della seconda fase, esecutiva e di verifica, del procedimento di fusione, la cui disciplina è rimessa allo Stato membro di appartenenza della società risultante dalla fusione.

Questa fase si caratterizza per essere quella in cui si realizzano gli effetti della fusione transfrontaliera, ossia il trasferimento dell'intero patrimonio attivo e passivo delle società fuse o incorporate alla società risultante dalla fusione o alla società incorporante, con contestuale estinzione senza liquidazione delle prime ed assegnazione di azioni o quote della società neocostituita o incorporante ai soci delle società fuse o incorporate.¹⁰²

In particolare, è previsto che i diritti e gli obblighi delle società che partecipano alla fusione derivanti dai contratti di lavoro individuali o dai rapporti di lavoro esistenti alla data in cui la fusione transfrontaliera acquista efficacia siano trasferiti alla società derivante dalla fusione.

La Direttiva¹⁰³ rimette alla legislazione dello Stato membro cui è soggetta la società derivante dalla fusione transfrontaliera la determinazione della data, comunque successiva al controllo di legittimità *ex art. 11*, a partire dalla quale tali effetti si realizzano.

Il legislatore comunitario ha cura di precisare che essi si producono indipendentemente dalle formalità particolari eventualmente previste dalla legge applicabile ad una delle società coinvolte per l'opponibilità ai terzi del trasferimento di determinati beni, diritti e obbligazioni¹⁰⁴ e che, “ai fini della

¹⁰⁰ Cfr. ancora RESCIO, *op. cit.*, p. 13, il quale osserva come, nonostante il testo normativo sia poco chiaro sul punto, si debba ritenere che l'autorità cui è demandato il controllo finale sulla realizzazione della fusione sia una sola (quella designata dallo Stato membro di “destinazione”), a differenza delle autorità (una per ogni società governata da un diverso ordinamento) che rilasciano il certificato preliminare dopo aver vagliato il procedimento decisionale.

¹⁰¹ Si veda *infra*.

¹⁰² Cfr. art. 14 Dir. 2005/56/CE, oggi art. 131 Dir. Soc., come modificato dalla Dir. 2121/2019.

¹⁰³ Cfr. art. 12 Dir. 2005/56/CE, oggi art. 129 Dir. Soc.

¹⁰⁴ Ove previste, tali formalità dovranno, infatti, essere adempiute direttamente dalla società risultante dalla fusione.

certezza del diritto”¹⁰⁵, non possa più essere più dichiarata l’invalidità di una fusione transfrontaliera che abbia acquisito efficacia.¹⁰⁶

L’art. 13 della Direttiva¹⁰⁷ prevede che le società partecipanti alla fusione provvedano alla pubblicità della realizzazione dell’operazione nei rispettivi registri nazionali.

In vista di questo adempimento, il registro delle imprese dello Stato in cui ha sede la società derivante dalla fusione è tenuto a notificare immediatamente ai registri degli Stati in cui hanno sede le altre società coinvolte che la fusione transfrontaliera ha acquisito efficacia.

Al fine di favorire la comunicazione tra registri nazionali, il legislatore comunitario ha peraltro stabilito, intervenendo sulla disposizione in commento, che la notifica in questione avvenga attraverso un apposito sistema di interconnessione dei registri istituito ai sensi della Direttiva 17/2012.¹⁰⁸

Solo dopo aver ricevuto, attraverso questo sistema, la notifica dell’efficacia della fusione, i registri delle società coinvolte potranno provvedere alla cancellazione delle precedenti iscrizioni relative società estinte, con la quale termina la fase esecutiva della fusione transfrontaliera.¹⁰⁹

¹⁰⁵ Cfr. il considerando n.8.

¹⁰⁶ Si noti come tale norma sia in contrasto con quanto previsto per le fusioni interne dall’art. 22 della Terza Direttiva, il quale prevede che una fusione efficace possa nondimeno essere dichiarata nulla se è mancato il controllo preventivo di legittimità o l’atto pubblico ovvero se si è accertato che la deliberazione dell’assemblea generale è nulla o annullabile in virtù del diritto nazionale.

¹⁰⁷ Oggi art. 130 Dir. Soc, modificato dalla Direttiva 2005/56/CE.

¹⁰⁸ Direttiva 2012/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2012, che modifica la direttiva 89/666/CEE del Consiglio e le direttive 2005/56/CE e 2009/101/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di interconnessione dei registri centrali, commerciali e delle imprese.

¹⁰⁹ RESCIO, *op. cit.*, p.13.

1.8 La tutela dei soci (di minoranza).

Alcuni autori¹¹⁰ ritengono che il cambio della *lex societatis* che, in conseguenza della fusione intracomunitaria, interessa una o più delle società coinvolte non costituisca un reale fattore di rischio per i soci.

Essi evidenziano, anzitutto, come sia previsto un coinvolgimento attivo dei soci nel processo decisionale, il quale si esplica attraverso il voto assembleare sul progetto comune di fusione ed affermano che non sussisterebbero, tra i modelli societari proposti dai diversi ordinamenti comunitari, differenze tanto profonde da giustificare la necessità di specifiche tutele, tenuto conto anche del processo di armonizzazione che ha caratterizzato il diritto delle società a livello europeo.

In realtà non si può non considerare come un cambio della legge societaria applicabile quantomeno ad alcune delle società partecipanti alla fusione comporti una modifica sostanziale delle condizioni dell'investimento e la considerazione stessa che gli ordinamenti europei sono essenzialmente equivalenti in termini di protezione delle minoranze merita di essere circostanziata.¹¹¹

Il mutamento della *lex societatis* determina, sovente, un mutamento dei diritti di categoria: esso è suscettibile di rendere più difficile l'esercizio dei diritti dei soci, diminuire il grado di tutela di cui essi godono ed imporre loro obblighi e condizioni sconosciuti nei precedenti ordinamenti.

In questa prospettiva, una protezione specifica dei soci che si siano opposti alla fusione appare necessaria.¹¹²

In linea con quanto già previsto nella Terza Direttiva, la quale affida, in principio, la disciplina della tutela degli azionisti di minoranza ai legislatori nazionali¹¹³, la Decima Direttiva rinuncia alla pretesa di uniformare la materia mediante disposizioni comuni, attribuendo agli Stati membri, ai sensi dell'art. 4, par. 2, ultimo periodo, la facoltà di adottare, nel caso in cui l'operazione coinvolga società soggette alla propria legislazione, "disposizioni volte ad assicurare una protezione adeguata dei soci di minoranza che si sono opposti alla fusione transfrontaliera"¹¹⁴.

¹¹⁰ Tra cui VENTORUZZO, *Cross-border mergers, change of applicable corporate law and protection of dissenting shareholders: withdrawal right under italian law*, p.11.

¹¹¹ In tal senso GUARAGNELLA, *op. cit.*, p.19; WINNER, *Protection of Creditors and Minority Shareholders in Cross-border Transactions*, ECFR 1-2/2019, p.63.

¹¹² PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p.537.

¹¹³ Salva un'unica disposizione (art.28) che prevede che "nel caso di fusione mediante incorporazione di una o più società da parte di un'altra società che è titolare del 90 % o più, ma non della totalità, delle loro azioni rispettive e degli altri titoli che conferiscono diritto di voto nell'assemblea generale gli azionisti minoritari della società incorporata possono esercitare il diritto di fare acquistare le loro azioni dalla società incorporante a fronte di una contropartita corrispondente al valore delle loro azioni".

¹¹⁴ Fermo restando, come osserva PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p.539, che tali disposizioni nazionali devono rispettare i requisiti previsti dal "Gebhard Test" (vedi *supra*), onde non ammontare ad ostacoli ingiustificati all'esercizio della libertà di stabilimento.

Tale norma, lungi dall'imporre agli Stati membri l'introduzione di un vero e proprio diritto di opposizione a favore dei soci di minoranza¹¹⁵, si limita ad autorizzare i singoli Stati membri ad apprestare strumenti di protezione ulteriore per quei soci che non hanno acconsentito alla fusione.

La Direttiva contiene diverse disposizioni rivolte in generale ai soci delle società coinvolte dall'operazione di fusione transfrontaliera, le quali prevedono ad esempio il diritto ad essere opportunamente consultati ed informati e ad esaminare gli atti e i documenti relativi al procedimento di fusione.¹¹⁶

Alcune disposizioni sottendono una specifica *ratio* di tutela dei soci minoritari: si pensi ad esempio all'art. 6, secondo paragrafo, il quale prevede che per ciascuna delle società partecipanti alla fusione siano pubblicate in Gazzetta Ufficiale indicazioni riguardanti le modalità di esercizio dei diritti spettanti ai soci dissenzienti.

In ogni caso, la Direttiva 2005/56/CE non contempla alcun diritto di "exit" in favore dei soci che si siano opposti alla fusione e, a seguito di una modifica del 2009, che ha introdotto un terzo paragrafo nell'art. 10, sembra addirittura disincentivare gli Stati membri dall'introdurre un tale diritto.

Tale norma dispone, infatti, che se la legislazione di uno Stato membro cui è soggetta una delle società che partecipano alla fusione prevede una procedura di controllo e modifica del rapporto di cambio ovvero un meccanismo di liquidazione dei soci di minoranza che intendano uscire dalla compagine societaria, senza che ciò impedisca l'iscrizione della fusione transfrontaliera nel registro, tale procedura si applichi unicamente se vi è il consenso di ogni altra società che partecipa alla fusione situata in Stati membri la cui legislazione non preveda tale procedura.

In altri termini, quindi, laddove la procedura in questione non sia approvata dalle assemblee di tutte le società coinvolte, i soci di minoranza non potranno far valere in maniera effettiva il diritto a recedere dietro adeguata liquidazione pur previsto dalla propria legislazione nazionale.

A ben vedere, un simile meccanismo può avere l'effetto di incentivare le società soggette ad ordinamenti maggiormente "protettivi" in termini di tutele delle minoranze ad unirsi con società disciplinate da legislazioni meno stringenti sotto tali aspetti, così da costringere i soci dissenzienti a scegliere se rimanere forzatamente nella compagine societaria o fuoriuscire senza tuttavia potersi avvalere delle tutele previste a livello domestico.¹¹⁷

¹¹⁵ In tal senso CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p.1202, il quale osserva che il diritto di opposizione è uno strumento usualmente pensato per garantire la conservazione della garanzia patrimoniale di soggetti estranei alla compagine sociale, quali i creditori.

¹¹⁶ BARTMAN, *10 Years Cross-Border Mergers Directive: Some Observations About EU Border Protection and Minority Exit Rights*, in *European Company Law Journal* 14, no. 6 (2017), p. 215

¹¹⁷ BARTMAN, *op. cit.*, p.216.

1.9 La tutela dei creditori.

Per quanto concerne i creditori delle società interessate dall'operazione di fusione, la dottrina è concorde nel ritenere che tali soggetti, i quali, diversamente dai soci, non sono coinvolti nel processo decisionale, necessitano di una speciale tutela.

Il primo rischio in cui essi incorrono risiede nel fatto che, mentre anteriormente alla fusione esistono due gruppi separati di creditori i quali possono soddisfare i propri crediti sui patrimoni, tra loro distinti, delle rispettive società debentrici, a seguito dell'operazione questi gruppi potranno far valere le proprie ragioni su un unico patrimonio, quello della società incorporante o neocostituita.

Ne consegue che, di norma, il rapporto tra patrimonio e debiti della società risultante dalla fusione è diverso da quello delle singole società partecipanti *ante* fusione e che tale cambiamento favorirà alcuni creditori e ne svantaggerà altri.¹¹⁸

Un altro rischio cui i creditori sono esposti nell'ambito di una fusione transfrontaliera è rappresentato dal fatto che, quantomeno per alcune delle società coinvolte, si verifica un cambiamento della legge societaria applicabile: la nuova *lex societatis* potrebbe sfavorire gli interessi dei creditori, ad esempio prevedendo regole più permissive in ordine alla distribuzione dei dividendi tra i soci o in materia di insolvenza.¹¹⁹

A mente dell'art. 4, paragrafo 2, della Direttiva, la protezione dei creditori delle società che partecipano alla fusione transfrontaliera è demandata alle legislazioni dei singoli Stati membri coinvolti.

L'interpretazione di questa norma è stata oggetto di un acceso dibattito. In particolare, alcuni autori¹²⁰ ed alcuni legislatori nazionali l'hanno interpretata nel senso che essa consentirebbe agli Stati Membri di adottare disposizioni speciali per la tutela dei creditori in caso di fusione transfrontaliera.

Di contro, altri studiosi¹²¹ hanno sostenuto che essa si riferisse all'applicazione delle stesse norme previste dalla Terza Direttiva in materia di fusione interna.

¹¹⁸ In tal senso WINNER, *op. cit.*, p.50, il quale osserva che, laddove la fusione riguardi società aventi un indebitamento netto sensibilmente diverso, i creditori della società meno indebitata vedranno "diluita" la garanzia patrimoniale di cui disponevano anteriormente alla fusione.

¹¹⁹ WINNER, *op. cit.*, p.51.

¹²⁰ UGLIANO, *op. cit.*, p.585; RICKFORD, *op. cit.*, p. 1407.

¹²¹ RAAIJMAKERS e OLTHOFF, *Creditor protection in cross border mergers; unfinished business*, (2008), in *Utrecht Law Review* 34.

Questa ambiguità è stata risolta con la sentenza *KA Finanz*¹²², in cui la Corte di Giustizia UE ha espressamente affermato che, in caso di fusione transfrontaliera, la tutela dei creditori è demandata alla stessa disciplina applicabile in caso di fusione interna.

Tale disciplina risulta, tuttavia, solo parzialmente armonizzata dalla Terza Direttiva¹²³, la quale lascia ampia discrezionalità agli Stati membri riguardo le specifiche misure da adottare a salvaguardia degli interessi dei creditori delle società partecipanti alla fusione, limitandosi a stabilire che gli Stati membri debbano prevedere un adeguato sistema di tutela degli interessi degli stessi per i crediti, anteriori alla pubblicazione del progetto di fusione, non ancora scaduti.

Il livello minimo di tutela dei creditori sociali nelle fusioni transfrontaliere è rappresentato, in modo generico, da un diritto ad ottenere adeguate garanzie, qualora la situazione finanziaria delle società partecipanti alla fusione renda necessaria questa tutela e qualora detti creditori non dispongano già di tali garanzie.

Questo diritto risulta declinato in maniera assai differente nei vari Stati membri, soprattutto in ordine al momento a partire dal quale ed al meccanismo attraverso cui ottenere le suddette garanzie.

La distinzione più evidente è tra i regimi nazionali che prevedono sistemi di protezione di tipo *ex ante* e quelli che ne prevedono di tipo *ex post*.

Mentre nei sistemi di protezione *ex ante* i creditori sono legittimati a richiedere la prestazione di garanzie nei confronti delle rispettive società debtrici anteriormente alla delibera di fusione, nei sistemi *ex post* tale diritto può essere esercitato soltanto nei confronti della società risultante dalla fusione.

Se i rimedi *ex ante* sono diretti principalmente a tutelare i creditori, quelli *ex post* sembrano privilegiare la realizzazione (in tempi brevi) dell'operazione societaria rispetto all'esigenza di proteggere i creditori.¹²⁴

Il concorso di tutele *ex ante* ed *ex post* ha l'effetto di incrementare i tempi e i costi di realizzazione della fusione transfrontaliera e di creare incertezza giuridica; pertanto, anziché abbattere gli ostacoli alla realizzazione dell'operazione, ne crea di ulteriori.¹²⁵

¹²² Sentenza della Corte di Giustizia UE del 7 aprile 2016, *KA Finanz AG contro Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group*, Causa C-483/14.

¹²³ Artt. 13-15, Dir. 78/855/CEE.

¹²⁴ RAAIJMAKERS e OLTHOFF, *op. cit.*, p.34.

¹²⁵ PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p.536.

1.10 La tutela dei lavoratori.

Come già rilevato, l'art. 4, secondo paragrafo, della Direttiva 2005/56/CE demanda alle legislazioni nazionali la disciplina dei diritti dei lavoratori diversi dai diritti di partecipazione, tra cui, in particolare, il diritto dei lavoratori ad essere informati e consultati nell'ambito della fusione transfrontaliera.

Per ciò che concerne, altresì, i diritti di partecipazione nella società risultante dalla fusione la Direttiva detta all'art.16¹²⁶ una disciplina specifica.

Per diritti di partecipazione si intendono quei diritti dei lavoratori (o dei relativi rappresentanti) ad influenzare le attività di una società mediante l'elezione o la designazione dei membri dell'organo di vigilanza o di amministrazione o mediante la raccomandazione o l'opposizione alla designazione di questi.¹²⁷

Come già osservato, la definizione del regime di partecipazione dei lavoratori nella società risultante dalla fusione ha rappresentato forse lo scoglio principale, che ha impedito per lungo tempo l'adozione della Decima Direttiva.¹²⁸

In un contesto in cui tra le legislazioni dei vari Paesi membri sussistevano profonde divergenze rispetto al grado di coinvolgimento da assicurare ai dipendenti nella gestione societaria, le fusioni transfrontaliere erano riguardate come un potenziale strumento, a disposizione delle società, per sottrarsi all'applicazione di quei regimi nazionali considerati eccessivamente restrittivi o invasivi sotto tale aspetto.¹²⁹

Una soluzione di compromesso tra gli Stati membri è stata, come detto, raggiunta soltanto in occasione dell'emanazione della Direttiva SE ed in seguito è stata ritenuta applicabile e trasposta nell'ambito della fusione transfrontaliera.

Alla base di tale soluzione vi è la volontà di impedire che i diritti di partecipazione dei lavoratori, riconosciuti in almeno una delle società partecipanti alla fusione, vengano meno o diminuiscano per effetto della diversa legislazione della società incorporante o nata dalla fusione.¹³⁰

In tal senso la Direttiva, una volta affermata la regola generale secondo cui la società derivante dalla fusione transfrontaliera è soggetta alla disciplina in materia di partecipazione dei lavoratori vigente

¹²⁶ Oggi art. 133 Dir. Soc., modificato dalla Dir. 2121/2019.

¹²⁷ Cfr. art. 2, Direttiva SE.

¹²⁸ Si veda *supra*.

¹²⁹ UGLIANO, *op. cit.*, p.608.

¹³⁰ RESCIO, *op. cit.*, p.3.

nello Stato membro in cui è situata la sua sede sociale, vi prevede delle deroghe volte ad evitare che l'applicazione della regola generale possa incentivare fenomeni di *forum shopping*.

Le disposizioni in vigore nello Stato membro in cui è situata la sede sociale della società derivante dalla fusione transfrontaliera non si applicano, quantomeno in via automatica, in presenza di alcune condizioni alternative, e precisamente se:

- (i) almeno una delle società che partecipano alla fusione ha un numero medio di lavoratori, nei sei mesi precedenti la pubblicazione del progetto di fusione transfrontaliera, superiore a 500 e prevede un regime di partecipazione dei lavoratori;
- (ii) lo Stato della società incorporante o neocostituita non prevede un livello di partecipazione dei lavoratori almeno identico a quello attuato nelle società che partecipano alla fusione¹³¹;
- (iii) l'ordinamento di "destinazione" non contempla, per i lavoratori degli stabilimenti della società derivante dalla fusione transfrontaliera situati in altri Stati membri, diritti di partecipazione pari a quelli di cui godono i lavoratori impiegati nello Stato membro in cui è situata la sede sociale.

Al verificarsi di una di tali cause trova applicazione un iter procedimentale fondato sui principi dettati dal Regolamento SE e dalla relativa Direttiva, a tale scopo richiamati attraverso numerosi rinvii.¹³²

Tale iter prevede la costituzione di una delegazione speciale di negoziazione, rappresentativa dei lavoratori delle società coinvolte, e l'instaurazione di negoziati tra questa e gli organi sociali per il raggiungimento di un accordo in ordine al coinvolgimento dei lavoratori, in mancanza del quale dovrà applicarsi la disciplina di default prevista dalla Direttiva SE¹³³.

I negoziati possono proseguire per un periodo di sei mesi, salva la facoltà delle parti di decidere di comune accordo di prorogarli fino ad un anno in totale.

La delegazione può decidere, a maggioranza qualificata¹³⁴, di non avviare i negoziati o interrompere quelli in corso, con conseguente applicazione, *mutatis mutandis*, delle disposizioni di riferimento previste nell'allegato della Direttiva SE.

Specularmente, le stesse disposizioni si applicano in automatico anche nel caso in cui siano i competenti organi della società a decidere di non avviare negoziazioni.

Le disposizioni di cui all'Allegato della Direttiva SE sono state definite come "regole della più alta quota"¹³⁵, in quanto prevedono, per come richiamate dalla Decima Direttiva, l'applicazione nella

¹³¹ Come rileva CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p. 1212, questa seconda ipotesi sembra riferibile ai casi in cui le società coinvolte prevedano un sistema di partecipazione dei lavoratori, ma nessuna di esse abbia più di 500 dipendenti.

¹³² Cfr art. 16, §§ 3-4.

¹³³ Cfr. l'Allegato alla Direttiva 2001/86/CE, Parte III, lett. h.

¹³⁴ È richiesta la maggioranza dei due terzi dei membri della delegazione speciale, che rappresenti almeno due terzi dei lavoratori e che comprenda voti di rappresentanti di almeno due Stati diversi.

¹³⁵ PANNIER, *op. cit.*, p.1440.

società derivante dalla fusione di un regime di partecipazione tale per cui i lavoratori o il loro organo di rappresentanza siano autorizzati ad eleggere, designare, raccomandare o ad opporsi alla designazione di un numero di membri dell'organo di amministrazione o di vigilanza pari alla più alta quota applicabile nelle società partecipanti prima della fusione.¹³⁶

Affinché la disciplina di default possa applicarsi deve, in ogni caso, ricorrere un ulteriore requisito, ovvero occorre che il regime di partecipazione dei dipendenti in vigore in una o più delle società partecipanti anteriormente alla fusione coinvolga almeno un terzo del numero complessivo dei lavoratori di tutte le società partecipanti.

L'art. 16, paragrafo 4, lett. c), attribuisce agli Stati membri la facoltà di limitare, in deroga alle disposizioni di default appena richiamate, la quota di rappresentanti dei lavoratori nell'organo di amministrazione della società derivante dalla fusione transfrontaliera, fermo restando che, qualora in una delle società che partecipano alla fusione i rappresentanti dei lavoratori costituiscano almeno un terzo dell'organo di amministrazione o di vigilanza, tale quota non potrà mai essere diminuita nella società incorporante o risultante, che, conseguentemente, dovrà rivestire una forma che consenta un sistema di partecipazione di tal fatta.

A tutela dei diritti dei lavoratori nella società risultante dalla fusione, la Direttiva prevede, infine, che nel caso in cui la società risultante dalla fusione transfrontaliera prenda parte ad una fusione interna nei successivi tre anni, la stessa sia obbligata, ove gestita in regime di partecipazione dei lavoratori, a mantenere tale regime.¹³⁷

¹³⁶ Per CARDUCCI ARTENISIO, *op. cit.*, p.1196, la procedura descritta, nella misura in cui richiede di applicare alla società risultante dalla fusione gli standard di protezione più elevati tra quelli previsti per le società partecipanti, ha l'effetto di elevare i regimi in materia di partecipazione dei lavoratori propri di alcuni Paesi membri, quali l'istituto tedesco della codeterminazione, al rango di norme di applicazione universale, determinando per quegli Stati membri che prevedono standard di partecipazione meno elevati (tra cui l'Italia) una sorta di "denazionalizzazione".

¹³⁷ Tale norma risponde alla chiara finalità di evitare che la realizzazione di una successiva fusione interna possa costituire un *escamotage* per eludere l'applicazione delle disposizioni della Direttiva.

CAPITOLO 2

La Direttiva 2121/2019, tra favor verso la fusione transfrontaliera e tutela degli stakeholders.

2.1 Le esigenze sottostanti e gli obiettivi della Direttiva 2121/2019.

La Decima Direttiva è stata di recente abrogata e sostituita dalla Direttiva societaria 2017/1132¹³⁸, la quale, nell'ambito un'attività di complessiva sistematizzazione e codificazione della normativa europea in materia di diritto societario, ne ha riportato integralmente la disciplina.

La Direttiva societaria, codificando al suo interno la Decima Direttiva, non ha, dunque, apportato mutamenti al previgente quadro normativo¹³⁹ in materia di fusione transfrontaliera, mantenendo intatti i vizi strutturali che caratterizzavano il precedente assetto.¹⁴⁰

A tali vizi intende ovviare la Direttiva 2121/2019 che modifica la Direttiva 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere.¹⁴¹

Tale iniziativa ha visto la luce all'esito di un lungo confronto tra esperti, Stati membri e portatori di interessi su temi che da diversi anni, se non da decenni, sono nell'agenda del legislatore europeo.

Oltre a modificare, come si vedrà ampiamente, la previgente disciplina in materia di fusione transfrontaliera intracomunitaria, la nuova Direttiva introduce, per la prima volta, un regime armonizzato per le scissioni e le trasformazioni transfrontaliere.

Essa interviene, come era già avvenuto con la Decima Direttiva, dopo che la Corte di Giustizia ha avuto modo di ribadire con la sentenza Polbud¹⁴² la centralità della libertà di stabilimento in relazione alla mobilità delle società.

In questa pronuncia, la Corte ha affermato che la libertà di stabilimento ricomprende il diritto di una società costituita secondo la legislazione di uno Stato membro a trasformarsi in una società disciplinata dal diritto di un altro Stato membro, quand'anche essa svolga la gran parte, se non la totalità delle sue attività economiche nel primo Stato membro, purché siano soddisfatte le condizioni stabilite dalla normativa dello Stato membro di "destinazione".

La direttiva 2121/2019, muovendo dai principi enunciati dalla Corte (richiamati nel considerando n.2) e dalla necessità di attuare la libertà di stabilimento, mira anzitutto a promuovere la crescita e il

¹³⁸ Direttiva (UE) 2017/1132 del parlamento europeo e del consiglio del 14 giugno 2017 relativa ad alcuni aspetti di diritto societario.

¹³⁹ Descritto ampiamente nel Capitolo I.

¹⁴⁰ SAGLIOCCA, *op. cit.*, p.1090.

¹⁴¹ Pubblicata in GU il 12 dicembre 2019, con entrata in vigore il 1° gennaio 2020 ed obbligo per gli Stati di emanare le disposizioni necessarie a conformarvisi entro il 31 gennaio 2023.

¹⁴² Sentenza della Corte di Giustizia UE del 25 ottobre 2017, Polbud-Wykonawstwo, C-106/16.

consolidamento a livello transnazionale delle società europee, offrendo ad esse stabili strumenti normativi per riorganizzare il proprio assetto societario a livello transfrontaliero.¹⁴³

Le operazioni straordinarie costituiscono gli strumenti ideali per riorganizzare l'assetto societario e migliorare l'allocazione del capitale e dei fattori produttivi. In particolare, le operazioni *cross-border* rendono possibile la mobilità delle iniziative economiche a livello transnazionale, senza soluzione di continuità nell'esistenza dell'impresa.¹⁴⁴

Esse rappresentano per le società un modo naturale per crescere, adeguarsi ad un contesto in evoluzione ed esplorare opportunità in nuovi mercati; al contempo hanno conseguenze anche per i portatori di interessi, quali lavoratori, creditori e azionisti.¹⁴⁵

L'obiettivo di favorire l'esercizio della libertà di stabilimento, e con esso la crescita e la competitività delle imprese, deve, quindi, coniugarsi con altri obiettivi dell'integrazione europea, quali la protezione sociale di cui agli artt. 3 TUE e 9 TFUE, e la promozione del dialogo sociale di cui agli artt. 151 e 152 TFUE.

È in tal senso opportuno che la tutela dei diritti delle società di trasformarsi, fondersi e scindersi a livello transfrontaliero vada di pari passo e sia opportunamente controbilanciata dalla tutela dei lavoratori, dei creditori e dei soci.¹⁴⁶

L'intervento del legislatore eurounitario è dovuto alla presa di consapevolezza di come il diritto societario dell'UE non fosse adeguato a tali fini: i limiti della disciplina armonizzata in materia di fusioni transfrontaliere, nonché la totale assenza di un quadro giuridico uniforme per le trasformazioni e scissioni *cross-border*, erano causa di frammentazione normativa e incertezza del diritto, ammontando ad un ostacolo all'esercizio della libertà di stabilimento.¹⁴⁷

In questa prospettiva, la Direttiva 2121/2019 mira a stabilire una cornice normativa comune il più possibile completa per le trasformazioni, le scissioni e le fusioni transfrontaliere, temperando la necessità di favorire la mobilità transfrontaliera delle società europee con quella di offrire una protezione adeguata ai portatori di interessi.¹⁴⁸

¹⁴³ AIELLO, PISTOCCHI, *La nuova direttiva UE su trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere*, da *dirittobancario.it*, febbraio 2020, p.1.

¹⁴⁴ NORA SZILVIA PETRIK, *Le operazioni straordinarie nella normativa dell'UE. Analisi della proposta di direttiva 2018/0114*, in *Corriere giuridico* 3/2019, p.1.

¹⁴⁵ Come rilevato nella Relazione alla Proposta di Direttiva 2018/0014 che modifica la direttiva 2017/1132, presentata dalla Commissione UE il 25 aprile 2018, p.1.

¹⁴⁶ Cfr. il considerando n.4, Direttiva 2121/2019.

¹⁴⁷ Cfr. il considerando n.5, Direttiva 2121/2019.

¹⁴⁸ Cfr. la Relazione, *cit.*, p.2.

2.2 La nuova disciplina in materia di fusione transfrontaliera.

Per quanto concerne la disciplina in materia di fusione transfrontaliera, le modifiche apportate alla Direttiva 2005/56/CE si basano sulle risultanze delle valutazioni *ex post*, delle consultazioni dei portatori di interesse e delle valutazioni di impatto commissionate, già nei primi anni successivi all'entrata in vigore della Direttiva, dalla Commissione Europea e dal Parlamento Europeo, al fine di mettere in luce i punti di forza e i limiti del relativo assetto normativo.

I principali contributi per la valutazione sono stati lo studio “*The Application of the Cross-Border Mergers Directive*” realizzato da un contraente esterno per la Commissione¹⁴⁹, altri studi¹⁵⁰ e due consultazioni pubbliche (nel 2015 e nel 2017) che hanno raccolto i pareri dei portatori di interessi sul funzionamento delle fusioni transfrontaliere.

L'analisi è addivenuta ad una valutazione globalmente positiva della Decima Direttiva.¹⁵¹

Nel complesso, questa ha determinato un aumento significativo delle attività di fusione transfrontaliera, in linea con il previsto obiettivo di facilitare la realizzazione di tali operazioni ed incrementare le opportunità offerte dal mercato interno.

Tuttavia, nonostante un giudizio globalmente positivo, la valutazione ha individuato alcuni problemi che impediscono la piena efficacia della direttiva.

I principali ostacoli riguardano l'insufficiente armonizzazione delle norme sostanziali, in particolare a tutela di creditori, soci di minoranza e lavoratori, e la carenza di procedure semplificate.

Per quanto riguarda la tutela dei portatori di interesse, si è già rilevato come la Direttiva 2005/56/CE si sia limitata a realizzare un'armonizzazione minimale: essa non reca una disciplina completa sul procedimento di fusione, dettando norme “minime” che si limitano a ripartire la competenza tra i diversi ordinamenti nazionali coinvolti.

Ad esempio, la Direttiva si limita a prevedere che i creditori debbano essere tutelati dalle norme nazionali, senza ulteriori specificazioni. In modo analogo, essa stabilisce alcune norme concernenti i soci in generale (ad esempio, in merito alle informazioni contenute nel progetto di fusione, relazioni di esperti, voto nell'ambito dell'assemblea), ma lascia agli Stati membri la facoltà di decidere se introdurre un'ulteriore tutela delle compagini di minoranza. Per quanto riguarda la partecipazione dei lavoratori agli organi di amministrazione, infine, essa si limita a definire un quadro generale, non

¹⁴⁹ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *Study on the application of the cross-border mergers directive* (settembre 2013).

¹⁵⁰ SCHMIDT, *Cross-border mergers and divisions, transfers of seat: Is there a need to legislate?* Studio per la commissione JURI, giugno 2016; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *Ex-post analysis of the EU framework in the area of cross-border mergers and divisions*, studio per il Parlamento europeo, dicembre 2016.

¹⁵¹ I risultati della valutazione effettuata sono riassunti nella Relazione alla Proposta di Direttiva 2018/0014.

imponendo, tuttavia, alle società fondende di fornire ai lavoratori informazioni specifiche e complete in merito alla fusione transfrontaliera, salvo doversi tener conto della situazione dei lavoratori in modo generale nella relazione di gestione rivolta prevalentemente ai soci.

La tutela sostanziale è lasciata alle normative interne agli Stati membri, con conseguenti discrasie, talvolta considerevoli, tra le diverse legislazioni nazionali.

Ciò che ne deriva è una situazione di c.d. “*under-harmonization*”, che di fatto ostacola il ricorso alla fusione transfrontaliera, in quanto l’espletamento del relativo procedimento pone problemi di coordinamento e di compatibilità tra le norme proprie dei singoli ordinamenti.¹⁵²

La Decima Direttiva, probabilmente, non è mai nata con l’obiettivo di dettare in maniera definitiva le regole per l’effettuazione della fusione transfrontaliera, limitandosi solamente ad avviare un “cantiere”, lasciato aperto nella prospettiva di affinare la relativa disciplina alla luce degli esiti della sua prima applicazione.¹⁵³

E proprio alla finalità di affinare, migliorare ed aggiornare le norme in vigore in materia di fusioni transfrontaliere, intervenendo sulle aree di inadeguata armonizzazione coerentemente con le osservazioni raccolte e le problematiche evidenziate nell’ambito del processo di valutazione, risponde il recentissimo intervento del legislatore eurounitario.

I prossimi paragrafi sono dedicati all’esame delle novità introdotte dalla Direttiva 2121/2019 rispetto al quadro giuridico previgente.

¹⁵² Cfr., BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.10.

¹⁵³ DI SARLI, *op. cit.*, p.5. L’autore nota come la stessa Direttiva preveda, all’art. 18, che, entro il 15 dicembre 2012 le disposizioni debbano essere riesaminate “in base all’esperienza acquisita nell’applicazione della medesima e, se necessario, modificata”.

2.3 Ambito di applicazione.

La prima area di intervento della direttiva 2012/2019 afferisce all'ambito di applicazione della disciplina eurounitaria in materia di fusione transfrontaliera.

Il provvedimento modifica l'art. 119 Dir. Soc. (già art. 2 DFT) al fine di ricomprendere nella nozione di fusione un quarto tipo di operazione¹⁵⁴, segnatamente quell'operazione in cui la società incorporata trasferisce, all'atto dello scioglimento senza liquidazione, la totalità del patrimonio attivo e passivo alla società incorporante senza che questa emetta nuove azioni, purché tutte le azioni delle società che partecipano alla fusione siano detenute dalla stessa persona o comunque la struttura proprietaria delle società fondende rimanga identica a seguito del compimento dell'operazione, così estendendo l'ambito di applicazione della disciplina armonizzata ai trasferimenti patrimoniali¹⁵⁵.

Intervenendo sull'art. 120 Dir. Soc. (già art. 3 DFT), la Direttiva amplia il novero dei casi in cui gli Stati membri devono o possono decidere di non applicare la disciplina in commento.

In base alla Direttiva 2005/56/CEE, gli Stati membri potevano, come si è detto, decidere di non applicare la normativa armonizzata alle fusioni transfrontaliere cui prendesse parte una società cooperativa e, in ogni caso, tale normativa non si applicava alle fusioni cui partecipasse un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio.

In aggiunta a queste ipotesi, l'attuale art.120 prevede che l'istituto non si applichi alle società in liquidazione qualora sia già stata avviata la ripartizione dell'attivo, nonché la facoltà, in capo ai Paesi membri, di decidere di escluderne l'applicazione alle società soggette ad altri procedimenti di liquidazione o a procedimenti di insolvenza o ristrutturazione preventiva quali definiti dal diritto nazionale, ovvero a società che sono oggetto di misure di prevenzione delle crisi.

La modifica che incide in misura forse più significativa sull'ambito di applicazione della Direttiva consiste nell'abrogazione del paragrafo 1, lett. a) dell'art. 121 Dir. Soc. (già art. 4 DFT), a mente del quale le fusioni transfrontaliere potevano realizzarsi soltanto tra quei tipi di società cui la legislazione nazionale degli Stati membri interessati consentisse di fondersi.

Questo intervento risponde alle istanze sollevate dagli *stakeholders* nell'ambito del processo di valutazione *ex post* della Direttiva 2005/56/CE e raccolte negli studi all'uopo realizzati.

¹⁵⁴ Che si aggiunge a quelli, già previsti, della fusione per costituzione di una nuova società, della fusione per incorporazione e della fusione infragruppo con società interamente controllata.

¹⁵⁵ PAPAPOULOS, *Cross-Border Mergers: EU Perspectives and National Experiences*, Studies in European Economic Law and Regulation Book 17, 2019, p. 26.

Si è osservato¹⁵⁶, al riguardo, come in alcuni Stati membri (quali Repubblica Ceca, Lituania, Olanda e Islanda) che ammettevano la fusione interna solo tra determinati tipi societari (non permettendo, ad esempio, ad s.p.a. e s.r.l. di prendere parte alla medesima fusione), questa disposizione fosse suscettibile di ridondare a detrimento della piena effettività della libertà di stabilimento.

In tal modo, infatti, si frapponeva alla realizzazione dell'operazione un ulteriore passaggio, consistente nella previa trasformazione di una o più società coinvolte in uno dei tipi societari tra cui fosse ammessa la fusione a livello domestico, con conseguente incremento dei costi e dei tempi di realizzazione dell'operazione complessiva.

La Direttiva 2012/17 non ha accolto le ulteriori proposte formulate dai portatori di interesse in ordine alla necessità di estendere ulteriormente l'ambito di applicazione della disciplina eurounitaria sulle fusioni transfrontaliere.

In particolare, non ha avuto seguito la richiesta di estendere l'ambito di applicazione della normativa armonizzata alle persone giuridiche diverse dalle società di capitali (società di persone, cooperative, fondazioni) di cui all'art. 54 TFUE¹⁵⁷, coerentemente con l'interpretazione della Corte di giustizia, che ha riconosciuto nella fusione transfrontaliera una particolare modalità di esercizio di quel diritto alla libertà di stabilimento di cui è titolare ogni persona fisica e giuridica.

Va, tuttavia, rilevato come diversi Stati membri abbiano comunque scelto, in sede di recepimento della Decima Direttiva, di estendere la relativa disciplina a società diverse dalle società di capitali¹⁵⁸, a dimostrazione di come, contrariamente al convincimento che è alla base dell'esclusione di quest'ultime dall'ambito di applicazione della Direttiva, le stesse abbiano una rilevanza economica tutt'altro che marginale, in particolare nel settore delle PMI.¹⁵⁹

Non è infine stata accolta la proposta¹⁶⁰ di estendere la possibilità di usufruire di questo meccanismo di ristrutturazione transfrontaliera alle società che, costituite e inizialmente regolate secondo un ordinamento non europeo, vengano ad essere assoggettate ad un ordinamento europeo per effetto di una decisione di trasferire la sede sociale in uno Stato membro, presa in conformità sia all'ordinamento dello Stato che ha sino ad allora riconosciuto e regolato la società (e che non pretende né la sua estinzione/liquidazione né il suo persistente assoggettamento alla propria legge), sia all'ordinamento dello Stato membro di "destinazione".¹⁶¹

¹⁵⁶ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.81; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.36.

¹⁵⁷ REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.35-36; SCHMIDT, *op. cit.*, p.17.

¹⁵⁸ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.99.

¹⁵⁹ SCHMIDT, *op. cit.*, p.17.

¹⁶⁰ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p. 85; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.36-37.

¹⁶¹ In tal senso RESCIO, *op. cit.*, p.7, il quale ritiene che, se è vero che sotto il profilo strettamente letterale una siffatta società non può dirsi "costituita in conformità alla legge di uno Stato membro", la sua equiparazione con una società costituita in conformità alla legge di uno Stato membro è totale e non può che esserlo anche ai fini della Direttiva.

2.4 La tutela dei creditori.

L'art. 121, Direttiva 2017/1132 si limita a prevedere, come si è visto, che ai fini della protezione dei creditori le società partecipanti alla fusione transfrontaliera debbano rispettare le disposizioni e le formalità dettate dalla rispettiva legislazione nazionale in materia di fusione interna.

Tutti gli Stati membri hanno dato attuazione a tale previsione, ma i sistemi di tutela approntati dai vari ordinamenti non risultano sufficientemente armonizzati.

Le differenze forse principali tra le varie legislazioni nazionali riguardano, come si è già accennato, il momento a partire dal quale opera il regime di protezione. Sotto questo profilo, è possibile dividere i Paesi in due gruppi: quelli che assicurano una protezione *ex ante*, ossia prima che la delibera di fusione venga assunta e quelli, come l'Italia, che prevedono, invece, un sistema di protezione dei creditori *ex post*, ossia successivamente alla decisione in ordine alla fusione.

Pertanto, il quadro risulta ulteriormente disallineato dalla circostanza che mentre nei sistemi *ex ante* ai creditori è attribuito un vero e proprio diritto di veto, nei sistemi *ex post* questo non avviene.¹⁶²

La difformità delle norme di protezione dei creditori fra i vari Stati membri rende molto più complessa la procedura di fusione transfrontaliera e genera, tanto nelle società interessate quanto, soprattutto, nei relativi creditori, incertezza sul recupero del credito o soddisfacimento del proprio diritto; ciò, in particolare, nei casi in cui i creditori delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera vedano diminuito il valore delle loro pretese a seguito del perfezionamento dell'operazione, laddove la società incorporante presenti passività superiori alle attività, oppure la società debitrice venga ad essere disciplinata dalla legge di un diverso Stato membro.¹⁶³

Consultati nell'ambito del processo di valutazione dei risultati della prima applicazione della Decima Direttiva, i portatori di interesse hanno manifestato l'esigenza di un maggior livello di armonizzazione tra gli ordinamenti nazionali sul punto.

In particolare, dalla consultazione svoltasi nel 2015 è emersa una preferenza verso meccanismi di tutela dei creditori rappresentati da forme di garanzia da riconoscere *ex ante*, ossia prima che la fusione sia approvata dall'assemblea, senza tuttavia lasciare che i creditori abbiano il potere di bloccare l'operazione.¹⁶⁴

¹⁶² DI SARLI, *op. cit.*, p.4.

¹⁶³ SAGLIOCCA, *op. cit.*, p.1091.

¹⁶⁴ In dettaglio, l'88% dei partecipanti si è detto favorevole all'armonizzazione della tutela dei creditori, il 75% dei quali si è espresso a favore di un approccio di piena armonizzazione. La maggior parte ha ritenuto che una garanzia sia la migliore forma di tutela e che la data che determina l'inizio del periodo di tutela dei creditori debba essere armonizzata con riferimento ad un sistema di tipo ex-ante.

L'attribuzione ai creditori di un vero e proprio potere di veto alla realizzazione della fusione fin quando i relativi crediti non siano garantiti è sembrata, al netto del rischio di un ricorso abusivo a questo strumento al fine di impedire o ritardare l'operazione¹⁶⁵, eccessiva: i creditori non sono, infatti, i titolari della società ma hanno semplicemente un interesse economico che può essere tutelato in misura sufficiente attribuendo loro un diritto ad ottenere adeguate garanzie per i loro crediti.¹⁶⁶

In merito al momento a partire dal quale i creditori devono essere protetti, gli studi¹⁶⁷ commissionati in vista della modifica della Direttiva 1132/2017 sono quindi giunti, contrariamente a quanto emerso nelle consultazioni pubbliche, alla conclusione che debba preferirsi un sistema di protezione di tipo *ex post*, che offra ai creditori un periodo di tempo ragionevole (6 mesi) dal momento in cui la fusione ha avuto effetto per presentare - nei confronti della società incorporante o risultante dalla fusione - la richiesta di ottenere adeguate garanzie, evitando così il rischio, insito nei meccanismi di protezione *ex ante*, che l'operazione possa subire dei ritardi irragionevoli.

Tali studi osservano come lo svantaggio, proprio dei sistemi di protezione *ex post*, per cui alcuni dei creditori coinvolti si trovano nella situazione di dover far valere le proprie ragioni di credito nei confronti di una società che viene ad essere disciplinata dalla legge di un diverso Stato membro, sia mitigato dal Regolamento di Bruxelles I bis¹⁶⁸, il quale garantisce che le pretese creditorie possano essere fatte valere ed eseguite in qualsiasi Stato membro dell'Unione.¹⁶⁹

La Direttiva 2121/2019 affronta le carenze osservate nell'applicazione della disciplina previgente prevedendo un maggior livello di armonizzazione delle tutele dei creditori sociali nelle fusioni transfrontaliere intracomunitarie.

In particolare, è abrogato l'art. 121, secondo paragrafo, lett. b), nella parte in cui menziona le norme a tutela dei creditori tra le disposizioni sulla fusione domestica cui ciascuna delle società coinvolte resta soggetta anche in caso di fusione transfrontaliera, ed è introdotta una nuova disposizione, l'art. 126-ter, la quale detta una specifica disciplina armonizzata in materia di tutela dei creditori.

Ciò non significa, peraltro, che i sistemi nazionali di protezione dei creditori cessino del tutto di operare: essi continuano, infatti, ad applicarsi in relazione a quei profili rispetto ai quali la Direttiva non detta regole specifiche, salva in ogni caso la facoltà, in capo agli Stati membri, di prevedere disposizioni ancor più stringenti rispetto a quelle previste dalla Direttiva.¹⁷⁰

¹⁶⁵ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.55; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.39.

¹⁶⁶ SCHMIDT, *op. cit.*, p.17.

¹⁶⁷ Si veda REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.44; SCHMIDT, *op. cit.*, p.19.

¹⁶⁸ Regolamento (UE) N. 1215/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2012 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale.

¹⁶⁹ SCHMIDT, *op. cit.*, p.18; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.42.

¹⁷⁰ In tal senso WINNER, *op. cit.*, p.55.

La Direttiva 2012/17/UE, modificando l'art. 122 Dir. Soc. (già art. 5 DFT), prevede, anzitutto, che il progetto comune di fusione transfrontaliera debba contenere, in aggiunta alle informazioni previste dalla disciplina previgente, un'espressa indicazione delle garanzie e degli impegni offerti ai creditori. Per tutelare adeguatamente i creditori che non siano soddisfatti delle garanzie offerte nel progetto comune di fusione transfrontaliera, inoltre, l'art. 126-ter conferisce ad essi il diritto a rivolgersi, entro tre mesi dalla pubblicazione del progetto comune, alla competente autorità amministrativa o giudiziaria per ottenere garanzie ulteriori, essendo tuttavia onere di tali creditori quello di dimostrare in modo credibile che l'operazione metta in pericolo il soddisfacimento dei crediti e che le garanzie fornite dalle società partecipanti non siano sufficienti.¹⁷¹

Il legislatore eurounitario mostra, in tal modo, di optare per un sistema di tutela dei creditori sociali di tipo *ex ante*, fermo restando che tale meccanismo non esclude, in ogni caso, la possibilità che, dal momento che i creditori possono presentare istanza per ulteriori garanzie entro tre mesi dalla pubblicazione del progetto comune di fusione, l'operazione sia approvata ancor prima che i creditori abbiano esercitato tale diritto.¹⁷²

Per tutelare i creditori dal rischio di insolvenza della società a seguito dell'operazione transfrontaliera¹⁷³, l'art. 126-ter rimette agli Stati membri la scelta se esigere che gli organi di amministrazione o di direzione delle società che partecipano alla fusione forniscano una dichiarazione che rifletta accuratamente la situazione finanziaria della società, a una data non anteriore a un mese rispetto alla pubblicazione della dichiarazione, con la quale si attesti che, sulla base delle informazioni di cui si dispone ed effettuate indagini ragionevoli, nulla indichi che la società risultante dalla fusione possa non essere in grado di rispondere delle proprie obbligazioni alla scadenza.

Gli Stati membri sono liberi, inoltre, di stabilire se considerare o meno i competenti organi sociali responsabili della veridicità della dichiarazione di solvibilità resa.¹⁷⁴

¹⁷¹ Onere, questo, di arduo assolvimento da parte del creditore, dal momento che il pericolo per il soddisfacimento del proprio credito dipende principalmente dalle future scelte della società: in tal senso WINNER, *op. cit.*, p.56, il quale ritiene che la disposizione debba essere correttamente interpretata nel senso che è sufficiente che il creditore dimostri che la capacità della società di adempiere alle proprie obbligazioni diminuisca in seguito alla fusione.

¹⁷² WINNER, *op.cit.*, p. 56.

¹⁷³ Cfr. il considerando n.25 della Direttiva.

¹⁷⁴ Alla base della discrezionalità conferita, sul punto, alle legislazioni nazionali, vi è il riconoscimento ed il rispetto delle diverse tradizioni giuridiche nazionali riguardo all'uso della dichiarazione di solvibilità e alle relative possibili conseguenze.

2.5 La tutela dei soci di minoranza.

La Decima Direttiva, pur stabilendo alcune norme concernenti i soci in generale, non contiene un'organica disciplina armonizzata in ordine alla protezione delle minoranze dissenzienti, limitandosi, all'art. 4, secondo paragrafo, a conferire ai singoli Stati membri la facoltà di decidere se introdurre ulteriori disposizioni a tutela "dei soci di minoranza che si sono opposti alla fusione transfrontaliera".

Il fatto che la previsione di tutele specifiche a favore dei soci dissenzienti sia rimessa alla discrezionalità degli Stati membri ha dato vita un mosaico di regimi nazionali tra loro fortemente eterogenei.¹⁷⁵

L'ampia varietà di forme di protezione comporta complessità e incertezza del diritto e, come tale, costituisce un ostacolo all'operazione di fusione transfrontaliera.¹⁷⁶

Intervistati nell'ambito della consultazione pubblica svoltasi nel 2015, i portatori di interesse si sono espressi in maggioranza in favore di un maggior livello di armonizzazione in materia, in particolare suggerendo di adottare un approccio di piena armonizzazione.¹⁷⁷

A favore di tale approccio si è schierata una parte rilevante della dottrina¹⁷⁸, concorde nel ritenere, in linea con le istanze presentate dagli *stakeholders*¹⁷⁹, che il miglior meccanismo per proteggere i soci minoritari sia garantire loro un diritto di *exit*, ossia di alienare le azioni detenute dietro adeguata liquidazione, nonché un diritto ad ottenere una compensazione aggiuntiva in caso il rapporto di cambio stabilito dalla società risulti inadeguato.

Si è osservato, al riguardo, che un tale meccanismo fosse già stato adottato da numerosi Stati membri e previsto in diversi atti comunitari, tra cui la Terza Direttiva in materia di fusioni domestiche e la Direttiva OPA.

Lungo questo solco si è mosso il legislatore eurounitario. Con la Direttiva 2121/2019 viene meno il riferimento alla (mera) discrezionalità, in capo agli Stati membri, di adottare delle norme aggiuntive a protezione delle minoranze dissenzienti ed è introdotto un nuovo art. 126-bis, recante una disciplina armonizzata in materia.

¹⁷⁵ Per una disamina approfondita dei diversi sistemi di tutela si rinvia a BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.47-48.

¹⁷⁶ Cfr. il considerando n.17 della Direttiva.

¹⁷⁷ In dettaglio, una maggioranza del 66% si è espressa a favore dell'armonizzazione, di cui il 71% a favore di un'armonizzazione massima.

¹⁷⁸ SCHMIDT, *op. cit.*, p.20; PAPADOPOULOS, *op. cit.*, p.14

¹⁷⁹ Il 70 % degli intervistati nella consultazione del 2015 favorevoli ad una piena armonizzazione si è espresso nel senso che agli azionisti di minoranza debba essere concesso un diritto di uscita a fronte di un adeguato risarcimento in denaro.

Si tratta, in ogni caso, di un livello minimo di protezione, con la conseguenza che gli Stati membri possono mantenere o introdurre norme supplementari di tutela per i soci, a meno che tali norme non confliggano con quelle previste dalla Direttiva o con la libertà di stabilimento.¹⁸⁰

A fronte del fatto che, in conseguenza della fusione transfrontaliera, i soci si trovano spesso ad essere assoggettati ad una legislazione - quella applicabile alla società risultante dalla fusione - diversa da quella cui erano originariamente soggetti, l'art. 126-bis prevede il diritto, per coloro i quali abbiano votato contro la fusione e che per effetto dell'operazione risultino soci di una società disciplinata dal diritto di uno Stato membro diverso, di alienare le loro azioni o quote dietro una "adeguata liquidazione" in denaro.

È fatta, in ogni caso, salva la facoltà per gli Stati membri di estendere tale diritto anche ad altri soci delle società partecipanti alla fusione (ad esempio ai soci detentori di azioni senza diritto di voto o ai soci per i quali la legislazione applicabile non sia cambiata ma siano invece cambiati alcuni diritti in ragione dell'operazione).¹⁸¹

Alla base della previsione di tale diritto di *exit* vi è l'idea che la maggioranza non debba poter "obbligare" la minoranza ad accettare l'eventuale cambiamento della *lex societatis* conseguente alla fusione transfrontaliera (in quanto potenzialmente suscettibile di determinare un mutamento *in peius* dei diritti dei soci o comunque un cambiamento delle condizioni sostanziali dell'investimento).¹⁸²

L'art. 126-bis stabilisce che la decisione di esercitare il diritto di recesso debba essere comunicata alla società che partecipa alla fusione entro un mese dall'assemblea che ha deliberato l'operazione. A tal fine è previsto che i dati relativi alla liquidazione in denaro offerta ai soci siano indicati nel progetto comune di fusione redatto dalle società fondende¹⁸³ ed illustrati, unitamente al metodo utilizzato per la determinazione dell'ammontare della liquidazione, nella sezione della relazione di gestione destinata ai soci.¹⁸⁴

Ad ogni modo, la liquidazione può essere corrisposta solo dopo che l'operazione abbia acquisito efficacia¹⁸⁵, da parte, dunque, della società incorporante o risultante dalla fusione.¹⁸⁶

L'adeguatezza della liquidazione in denaro è assoggettata alla verifica di un esperto indipendente, il cui parere deve essere incluso nell'apposita relazione.¹⁸⁷

¹⁸⁰ Cfr. il considerando n.17, Dir. 2121/2019.

¹⁸¹ Cfr. il considerando n.18, Dir. 2121/2019.

¹⁸² WINNER, *op. cit.*, p.68; BARTMAN, *op. cit.*, p. 216.

¹⁸³ Cfr. l'art. 122, Dir. Soc., come modificato dalla Direttiva 2121/2019.

¹⁸⁴ Cfr. l'art. 124, Dir. Soc., come modificato dalla Direttiva 2121/2019.

¹⁸⁵ L'art. 126-bis, par.2, Dir. Soc. prevede che la liquidazione in denaro debba essere pagata non oltre due mesi dalla data di efficacia della fusione.

¹⁸⁶ In tal senso WINNER, *op. cit.*, p.70, il quale ritiene che, per ciò che concerne il credito da liquidazione, il socio che abbia esercitato il recesso debba considerarsi alla stregua di un creditore della società incorporante o neocostituita.

¹⁸⁷ Art. 125, Dir. Soc., come modificato dalla Dir. 2121/2019.

Nel valutare la liquidazione in denaro, l'esperto deve considerare l'eventuale prezzo di mercato delle azioni o quote della società anteriormente all'annuncio della proposta di fusione o il valore della società al netto dell'effetto della fusione proposta, calcolato secondo metodi di valutazione generalmente riconosciuti.

I soci che ritengano inadeguata la liquidazione offerta dalla società sono legittimati ad agire davanti all'autorità competente o all'organismo incaricato in base al diritto nazionale per ottenere un conguaglio in denaro.

La decisione finale in merito alla corresponsione del conguaglio è efficace, in principio, nei confronti dei soli soci ricorrenti, fatta salva la facoltà, per i legislatori nazionali, di disporre che la stessa si applichi a tutti i soci che hanno comunicato la loro decisione di esercitare il diritto di alienare le proprie partecipazioni.

Suscettibile di contestazione è anche l'adeguatezza del concambio indicato nel progetto comune di fusione (ed illustrato nella relazione di gestione).

L'art. 126-bis, quarto paragrafo, attribuisce ai soci che pur abbiano votato favorevolmente per la fusione transfrontaliera il diritto a rivolgersi all'autorità o all'organismo nazionale competente per contestare il rapporto di cambio e chiedere un conguaglio in denaro.

Al riguardo, è rimessa agli Stati membri la scelta se disporre che il rapporto di cambio stabilito dalla decisione dell'autorità competente che accolga il ricorso di uno o più soci si applichi a qualsiasi socio della società partecipante alla fusione, acquisendo in tal modo efficacia *erga omnes*.

Gli Stati membri possono infine attribuire alla società risultante dalla fusione la facoltà di corrispondere il conguaglio mediante attribuzione di partecipazioni o altro indennizzo, anziché in denaro.

La disciplina introdotta dalla Direttiva 2121/2019 intende realizzare un temperamento tra l'esigenza di rafforzare la tutela offerta ai soci, in particolare di minoranza, e quella di non sfavorire, al tempo stesso, la realizzazione della fusione transfrontaliera.

In quest'ottica è espressamente previsto, da un lato, che l'eventuale ricorso in contestazione del rapporto di cambio non possa impedire l'iscrizione della fusione transfrontaliera nei registri nazionali e, dall'altro, che l'approvazione dell'operazione deliberata dall'assemblea generale non possa essere contestata in caso di inadeguata determinazione del concambio o della liquidazione in denaro corrisposta ai soci receduti.¹⁸⁸

¹⁸⁸ Cfr. art. 126, par. 4, Dir. Soc., come modificato dalla Direttiva 2121/2019.

2.6 La tutela dei lavoratori.

Per quanto concerne la tutela dei lavoratori, si è visto come la Direttiva 2005/56/CE detti all'art.16 una disciplina generale in materia di partecipazione dei lavoratori, demandando, altresì, alle legislazioni nazionali la tutela dei diritti di informazione e consultazione dei dipendenti nell'ambito dell'operazione transfrontaliera.

Il fatto che la Decima Direttiva non preveda alcuna norma che imponga alle società fondende di fornire ai lavoratori informazioni specifiche e complete in merito alla fusione transfrontaliera¹⁸⁹ è stato oggetto di critiche in dottrina.¹⁹⁰

È necessario, infatti, garantire ai dipendenti delle società che partecipano all'operazione e ai loro rappresentanti adeguate informazioni in merito all'operazione e alle relative implicazioni, affinché questi possano valutare in maniera consapevole le conseguenze della fusione sulla propria posizione.¹⁹¹

In tale prospettiva, la Direttiva 2121/2019 introduce all'interno della Direttiva Societaria un nuovo art.126-quater, il quale impone agli Stati membri l'obbligo di garantire, nell'ambito della fusione transfrontaliera, l'esercizio dei diritti di informazione e consultazione dei lavoratori in conformità alla disciplina eurounitaria armonizzata prevista dall'art. 4 della Direttiva 2002/14/CE¹⁹², salve le eventuali disposizioni o pratiche più favorevoli ai lavoratori in vigore negli Stati membri.¹⁹³

Inoltre, modificando l'art. 124 Dir. Soc. (già art. 7 DFT), il legislatore eurounitario introduce l'obbligo degli organi di direzione o di amministrazione delle società fondende di predisporre, *a latere* della relazione rivolta ai soci¹⁹⁴, una relazione *ad hoc* rivolta ai dipendenti.¹⁹⁵

Essa è finalizzata ad illustrare, in particolare, le implicazioni della fusione transfrontaliera per i rapporti di lavoro e le misure eventualmente necessarie a salvaguardare tali rapporti, nonché le eventuali modifiche rilevanti delle condizioni d'impiego o dell'ubicazione dei centri di attività della società.

¹⁸⁹ La Decima Direttiva si limita a richiedere che della situazione dei lavoratori si tenga conto, in via generale, nella relazione di gestione rivolta prevalentemente agli azionisti.

¹⁹⁰ Si veda, in particolare, BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.33.

¹⁹¹ ROEST, *Corporate Mobility - The involvement of Employees*, in *European Company and Financial Law Review* 1-2/2019, p. 85.

¹⁹² Direttiva 2002/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 marzo 2002, che istituisce un quadro generale relativo all'informazione e alla consultazione dei lavoratori.

¹⁹³ In particolare, si prevede che l'esercizio dei diritti di informazione e consultazione debba essere garantito quanto meno prima che l'assemblea deliberi sul progetto comune di fusione.

¹⁹⁴ Cfr. art. 7, Dir. 2005/56/CE (si veda *supra*, p.17).

¹⁹⁵ È prevista la facoltà per le società di decidere di elaborare un'unica relazione che contenga due sezioni distinte, destinate rispettivamente ai soci ed ai dipendenti.

Tale relazione deve essere messa a disposizione (in forma elettronica) dei rappresentanti dei lavoratori di ciascuna delle società che partecipano alla fusione o, in loro mancanza, dei lavoratori stessi, unitamente al progetto comune di fusione transfrontaliera, almeno sei settimane prima dell'assemblea generale chiamata a deliberare sull'operazione di fusione.

In ogni caso, la predisposizione di questa relazione non è necessaria se la società che partecipa alla fusione e le sue eventuali controllate hanno come unici dipendenti i membri dell'organo di amministrazione o di direzione, venendo evidentemente meno in tale caso l'esigenza di protezione dei dipendenti non adeguatamente informati che ne è alla base.¹⁹⁶

A maggior tutela dei dipendenti, l'art. 124, paragrafo 7, conferisce ai lavoratori (o ai loro rappresentanti) il diritto ad esprimere la propria opinione sulla relazione ad essi rivolta, sotto forma di un parere che, ove espresso in tempo utile, sarà accluso alla relazione e trasmesso ai soci.

Per quanto concerne il regime di partecipazione dei lavoratori nella società risultante dalla fusione, la Direttiva 2121/2019 apporta alcune modifiche alla disciplina di cui all'art. 133 Dir. Soc. (già art. 16 DFT), senza tuttavia stravolgerne l'impianto.

Alla luce della sua prima applicazione, tale disciplina è stata valutata in maniera globalmente positiva sia dai portatori di interesse che dalla dottrina.¹⁹⁷

Mossi dalla consapevolezza di come essa costituisca il risultato di un fragile compromesso tra le divergenti normative degli Stati membri in materia di partecipazione dei lavoratori, gli studi¹⁹⁸ realizzati nell'ambito del procedimento di valutazione *ex post* della normativa comunitaria hanno suggerito di evitare di stravolgere tale assetto, limitando l'intervento di riforma a quanto necessario al fine di colmare le criticità emerse, con particolare riferimento¹⁹⁹ alla complessità che caratterizza il procedimento di negoziazione, agli elevati costi e alle lunghe tempistiche che ne derivano e alla scarsa chiarezza di alcuni punti della procedura²⁰⁰.

In tale prospettiva va interpretata la norma che, modificando l'art. 133, par. 2, Dir. Soc, prevede, al fine di evitare che l'operazione transfrontaliera sia usata per eludere i diritti di partecipazione dei lavoratori²⁰¹, che se la società che partecipa alla fusione transfrontaliera è registrata in uno Stato membro che prevede un regime di partecipazione dei lavoratori e ha avuto alle sue dipendenze, nei sei mesi precedenti la pubblicazione del progetto comune di fusione, un numero medio di lavoratori pari ai quattro quinti della soglia fissata a livello nazionale per la partecipazione dei lavoratori, la

¹⁹⁶ Si presume, infatti, che i membri del board siano perfettamente a conoscenza delle conseguenze di un'operazione da essi stessi strutturata.

¹⁹⁷ ROEST, *op. cit.*, p.89.

¹⁹⁸ SCHMIDT, *op. cit.*, p.21; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.46.

¹⁹⁹ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.33; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.45.

²⁰⁰ Relativi, ad esempio, all'applicazione delle eccezioni di cui all'art. 16, par. 2 o alle conseguenze ricollegate alla violazione della procedura.

²⁰¹ Cfr. il considerando n. 31, Dir. 2121/2019.

stessa non possa effettuare la suddetta operazione senza prima avviare negoziati con i dipendenti o i loro rappresentanti.

L'intervento del legislatore comunitario è volto a prevenire il rischio che, come peraltro più volte accaduto in costanza della disciplina previgente²⁰², le società realizzino una fusione prima del raggiungimento della soglia prevista per l'applicazione di un regime di partecipazione dei lavoratori, al solo fine di eluderne l'operatività.²⁰³

La Direttiva modifica, inoltre, il settimo paragrafo dell'art. 133, elevando da tre a quattro il numero di anni nei quali, a salvaguardia²⁰⁴ della soluzione concordata o dell'applicazione delle disposizioni di default in materia di partecipazione dei lavoratori (previste nell'Allegato della Direttiva SE), è fatto divieto alle società che partecipano alla fusione di sopprimere i diritti di partecipazione attraverso il ricorso strumentale a successive operazioni di fusione, scissione o trasformazione, sia interne che transfrontaliere.²⁰⁵

È infine aggiunto un ottavo paragrafo, che introduce in capo alle società fondende l'onere di comunicare ai rispettivi dipendenti, o ai loro rappresentanti, se intendano optare per l'applicazione delle disposizioni di riferimento per la partecipazione stabilite nell'Allegato alla Direttiva SE ovvero avviare negoziati con la delegazione speciale di negoziazione, essendo tenute, in tale ipotesi, a comunicarne immediatamente l'esito ai dipendenti.

²⁰² L'art. 16, Dir. 2005/56/CE prevedeva una soglia fissa, pari a 500 dipendenti, al raggiungimento della quale sorgeva, per le società fondende, un obbligo di preventiva negoziazione con i dipendenti in ordine al regime di partecipazione dei lavoratori da adottare.

²⁰³ ROEST, *op. cit.*, p. 90.

²⁰⁴ Considerando n.30, Dir. 2121/2019.

²⁰⁵ Si noti come, diversamente dalla norma previgente, l'attuale disposizione faccia riferimento, ai fini dell'applicazione del regime antiabuso, non solo alle successive fusioni interne, ma in generale ad ogni tipo di operazione straordinaria, sia domestica sia intracomunitaria.

2.7 Il procedimento di fusione.

La Direttiva 2012/17/UE²⁰⁶ apporta delle modifiche non marginali al procedimento di fusione delineato dalla Decima Direttiva. Queste, dettate dalla necessità di far fronte alle carenze e ai limiti riscontrati nella disciplina previgente, mirano a realizzare un maggior coinvolgimento degli *stakeholders* quale forma di tutela degli stessi e, al contempo, a semplificare ed “accelerare”, ove possibile, la realizzazione dell’operazione grazie anche ad un sempre maggior ricorso a strumenti digitali.

In relazione alle formalità preliminari, il legislatore eurounitario modifica, anzitutto, l’art. 122 Dir. Soc. (già art. 5 Dir. 2005/56/CE), prevedendo, come si è già visto, che il progetto comune di fusione transfrontaliera, che è onere di ogni società coinvolta nell’operazione redigere, debba arricchirsi, in un’ottica di maggior tutela degli *stakeholders*, dell’indicazione del conguaglio in denaro offerto ai soci che intendano recedere e delle garanzie previste per i creditori.

Per quanto concerne le formalità pubblicitarie, il nuovo art. 123 Dir. Soc., ribadito l’obbligo per ciascuna delle società coinvolte di pubblicazione nel registro delle imprese del progetto comune di fusione, introduce in capo alle stesse l’ulteriore onere di provvedere alla redazione e pubblicazione di un avviso che informi i soci, i creditori e i rappresentanti dei lavoratori della possibilità di presentare alle rispettive società osservazioni sul progetto comune di fusione.

È poi prevista la facoltà per gli Stati membri di esentare le società dall’obbligo di pubblicità nei registri delle imprese laddove provvedano a mettere a disposizione i documenti richiesti sul proprio sito web, salvo, in tale caso, essere comunque tenute a pubblicare nello stesso registro delle imprese alcune informazioni specifiche²⁰⁶ e ferma restando la facoltà per gli Stati membri di richiedere che il progetto comune di fusione transfrontaliera sia pubblicato in Gazzetta Ufficiale.

In un’ottica di maggior utilizzo degli strumenti informatici, il legislatore eurounitario prevede che gli Stati membri debbano provvedere a che sia possibile per le società presentare interamente per via telematica le documentazioni o informazioni richieste e che queste ultime debbano essere rese accessibili al pubblico gratuitamente attraverso il sistema di interconnessione dei registri nazionali.

²⁰⁶ Tali informazioni corrispondono a quelle che, in costanza della previgente disciplina, le società coinvolte erano tenute a pubblicare nella Gazzetta Ufficiale dello Stato membro di pertinenza. Si richiede, segnatamente, di indicare i) per ciascuna delle società che partecipano alla fusione il loro tipo, denominazione e l’ubicazione della loro sede sociale, nonché il tipo e la denominazione proposti per l’eventuale società di nuova costituzione e l’ubicazione proposta della sua sede sociale; b) il registro presso il quale sono stati depositati gli atti di cui all’articolo 14 Dir. Soc. di ciascuna delle società che partecipano alla fusione, e il relativo numero di iscrizione in tale registro; c) per ciascuna delle società che partecipano alla fusione, le modalità di esercizio dei diritti da parte dei creditori, dei dipendenti e dei soci; e d) il sito web nel quale sono accessibili per via telematica, gratuitamente, informazioni esaurienti circa queste ultime modalità, nonché il progetto comune di fusione transfrontaliera e l’avviso agli *stakeholder*.

Quanto al termine entro il quale realizzare i prescritti adempimenti pubblicitari, è confermata la previsione della Decima Direttiva in forza della quale gli stessi debbano essere espletati almeno un mese prima della data dell'assemblea generale chiamata ad approvare la fusione transfrontaliera.

Al riguardo, in dottrina si è osservato²⁰⁷ come la Direttiva 2005/56/CE non fornisca alcuna regola circa la determinazione del termine ultimo per effettuare la suddetta pubblicità nel caso in cui ricorra una delle condizioni per le quali la società incorporante possa prescindere dall'approvazione assembleare del progetto comune di fusione.²⁰⁸

Onde sopperire al rilevato vuoto normativo, l'attuale art. 123 prevede, al quinto paragrafo, che in tale circostanza la pubblicità debba effettuarsi almeno un mese prima della data fissata per l'assemblea generale dell'altra o delle altre società che partecipano alla fusione, le quali non siano esonerate dall'approvazione assembleare del progetto comune di fusione.

Per quanto concerne la relazione dell'organo amministrativo, la Direttiva 2121/2019 modifica l'art.124 (già art. 7 DFT), introducendo una disciplina maggiormente dettagliata in merito al contenuto della stessa e prevedendo, come si è già detto, che essa debba comprendere, accanto alla sezione destinata ai soci, una sezione rivolta ai dipendenti, allo scopo di illustrare a questi ultimi le implicazioni dell'operazione per i rapporti di lavoro e le condizioni di impiego.

Per ciò che concerne il contenuto della sezione della relazione destinata ai soci, l'art. 124 ha cura di specificare che la stessa deve illustrare:

- i) la liquidazione in denaro e il metodo utilizzato per determinare tale liquidazione;
- ii) il rapporto di cambio delle azioni e il metodo o i metodi utilizzati per stabilire tale rapporto di cambio;
- iii) le implicazioni della fusione transfrontaliera per i soci nonché i diritti e i mezzi di ricorso di cui gli stessi dispongono a norma dell'art. 126 bis.

Alcuni studiosi²⁰⁹ hanno criticato il fatto che l'art. 7 della Direttiva 2005/56/CE non ammettesse, a dispetto di quanto previsto per la relazione degli esperti indipendenti, la possibilità, per i soci, di rinunciare alla relazione dell'organo amministrativo, quantomeno in caso di accordo unanime o laddove la società non avesse altri dipendenti oltre ai membri dell'organo di amministrazione o di direzione.

²⁰⁷ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.31.

²⁰⁸ Segnatamente quando a) l'incorporante ha assolto gli obblighi pubblicitari nei termini previsti; o b) i soci della società incorporante sono stati messi in condizione di prendere visione, presso la sede sociale ed almeno un mese prima della data fissata per la prevista deliberazione, di taluni documenti informativi; o c) uno o più azionisti dell'incorporante che dispongano di azioni per una percentuale minima non inferiore al 5% del capitale sottoscritto sono stati messi in condizione di ottenere la convocazione di un'assemblea generale per deliberare una fusione.

²⁰⁹ SCHMIDT, *op. cit.*, p.22; BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.85; REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *op. cit.*, p.48.

Accogliendo tali osservazioni, il nuovo art. 124 stabilisce, al quarto paragrafo, che la sezione della relazione destinata ai soci non è obbligatoria se tutti i soci hanno concordato di rinunciare ed attribuisce agli Stati membri la facoltà di non richiederne la redazione alle società unipersonali; specularmente, l'ottavo paragrafo della norma consente di non redigere la sezione destinata ai lavoratori laddove la società partecipante alla fusione e le sue eventuali controllate abbiano come unici dipendenti i membri dell'organo di amministrazione o di direzione.

In merito alle prescrizioni di carattere temporale, la Direttiva 2012/2019, modificando il termine di un mese originariamente previsto, stabilisce che le relazioni siano messe a disposizione, rispettivamente, dei soci e dei rappresentanti dei lavoratori (o, in loro mancanza, dei lavoratori stessi), almeno sei settimane prima della data dell'assemblea generale chiamata ad approvare l'operazione.

Inoltre, ovviando ad una lacuna della precedente disciplina²¹⁰, provvede a regolamentare la determinazione del suddetto termine nelle ipotesi in cui ricorra una delle condizioni per le quali si possa prescindere dall'approvazione del progetto comune di fusione da parte dell'assemblea generale della società incorporante.

In tali casi, le relazioni devono essere messe a disposizione almeno sei settimane prima della data fissata per l'assemblea generale dell'altra o delle altre società che partecipano alla fusione.

In un'ottica di semplificazione, infine, la Direttiva 2012/2019, modificando l'art. 132 Dir. Soc. (già art. 15 DFT), prevede, risolvendo una questione molto dibattuta in dottrina²¹¹ ed in linea con quanto già ammesso riguardo alla relazione dell'esperto indipendente, che la relazione di gestione non debba essere redatta quando la fusione transfrontaliera mediante incorporazione è realizzata da una società che detiene tutte le azioni e tutti gli altri titoli che conferiscono diritti di voto nell'assemblea della società o delle società incorporate ovvero da una persona che detiene, direttamente o indirettamente, tutte le azioni della società incorporante e di quelle incorporate e la società incorporante non assegna azioni nel contesto della fusione.

Per quanto concerne la relazione dell'esperto indipendente, l'attuale art. 125 Dir. Soc., come modificato dalla Direttiva 2012/2019, mantiene fermo il termine ultimo per provvedere alla redazione della stessa, fissato ad almeno un mese prima dell'assemblea generale, e, sopperendo ad una mancanza della previgente disciplina, stabilisce che, nei casi in cui si possa prescindere dall'approvazione dell'assemblea generale della società incorporante, tale termine debba essere determinato con riferimento alla data prevista per l'assemblea generale dell'altra o delle altre società che partecipano alla fusione.

²¹⁰ BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.31.

²¹¹ Si veda SCHMIDT, *op. cit.*, p.22.

Il contenuto minimo di tale relazione rimane sostanzialmente invariato rispetto alla previgente disciplina, salvo l'ulteriore requisito dell'indicazione del metodo utilizzato per la determinazione della liquidazione in denaro proposta ai soci che intendano recedere.

È introdotto inoltre un nuovo art. 133 bis, in forza del quale gli Stati membri sono tenuti a disciplinare quantomeno la responsabilità civile dell'esperto indipendente e debbono, in ogni caso, stabilire delle norme atte a garantirne l'effettiva indipendenza nonché l'assenza di conflitti di interesse con la società.

Per quanto concerne la disciplina della delibera assembleare sul progetto comune di fusione, la Direttiva 2121/2019 lascia sostanzialmente invariato l'assetto delineato dall'art. 126 Dir. Soc., limitandosi ad aggiungere, come già rilevato, che la delibera di approvazione della fusione transfrontaliera non può essere contestata in ragione dell'inadeguatezza del rapporto di cambio o della liquidazione in denaro.

Il legislatore eurounitario non ha inteso, quindi, accogliere le sollecitazioni della dottrina²¹² a provvedere ad alcuni chiarimenti, e segnatamente ad esplicitare le formalità da attuare in sostituzione della delibera assembleare nei casi in cui possa prescindere da essa e a prevedere uno specifico quorum costitutivo e deliberativo.²¹³

Tra le novità introdotte dalla Direttiva 2121/2019, merita un particolare rilievo la modifica dell'art. 127 Dir. Soc. (già art. 10 DFT) in materia di controllo preventivo di legittimità culminante nel rilascio del certificato preliminare alla fusione.

Tale norma aveva dato luogo a dubbi interpretativi, in particolare in ordine alla questione se il controllo svolto da ciascuna Autorità nazionale dovesse riguardare solo le società soggette alla rispettiva giurisdizione oppure tutte le società partecipanti alla fusione transfrontaliera, prefigurandosi in tale ipotesi una situazione in cui le società sarebbero costrette a conformarsi a norme che, seppur non imposte dal proprio ordinamento, lo sono da parte dello Stato membro in cui ha sede una delle altre società partecipanti all'operazione.²¹⁴

Diverse autorità nazionali, aderendo a tale seconda interpretazione, pretendevano di accertare la *compliance* alla legislazione dello Stato membro di appartenenza da parte di tutte le società fondende, indipendentemente dalla *lex societatis* ad esse applicabile.

²¹² BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.31.

²¹³ Limitandosi il considerando n.16 a prevedere, apoditticamente, che “la maggioranza richiesta per la votazione sia sufficientemente elevata affinché la decisione sia adottata su una maggioranza solida”.

²¹⁴ DI SARLI, *op. cit.*, p.5.

Essendo questo un problema riguardante le normative nazionali di recepimento, si è scelto, tuttavia, di non modificare il testo della Direttiva ma di limitarsi a fornire un chiaro indirizzo interpretativo agli Stati membri che suffragasse la prima interpretazione.²¹⁵

Soffermandosi sulle modifiche apportate dal nuovo art. 127 Dir. Soc. al procedimento di controllo preliminare di legittimità della fusione, la novità più importante è rappresentata dall'introduzione di un'ulteriore ipotesi, accanto a quella tradizionale in cui si accerti che la fusione transfrontaliera non rispetta tutte le condizioni, le procedure e le formalità prescritte dalla legislazione dello Stato membro in cui ha sede la società partecipante alla fusione, nella quale l'autorità competente non è legittimata a rilasciare il certificato preliminare alla fusione.

Si prevede²¹⁶, infatti, che lo scrutinio non possa concludersi con esito positivo laddove venga stabilito, in conformità del diritto nazionale, che la fusione è effettuata per scopi abusivi, fraudolenti o criminali ovvero è diretta all'evasione o all'elusione del diritto dell'Unione europea o nazionale.

Nello specifico, se durante il controllo sorgono "seri dubbi" di ciò, l'autorità è chiamata ad effettuare un supplemento di valutazione in ordine ai fatti e alle circostanze pertinenti di cui sia venuta a conoscenza, tenendo conto, come prevede il considerando n. 36, dell'insieme dei fattori indicativi delle caratteristiche dell'impresa, tra cui le intenzioni sottostanti all'operazione, il settore interessato, l'investimento sostenuto, il fatturato prodotto, la composizione del patrimonio, la residenza fiscale, l'effettiva titolarità della società, le garanzie offerte ai creditori e una serie di fatti e circostanze inerenti i lavoratori e i diritti di partecipazione di cui essi godono.

È previsto inoltre che, ai fini della valutazione, l'autorità competente debba poter consultare altre autorità, comprese quelle dello Stato membro della società risultante dalla fusione, nonché, se del caso, avvalersi di un esperto indipendente.

La norma in commento, rispondendo ad una preoccupazione fortemente avvertita sia in dottrina che presso gli operatori e codificando un principio da tempo enunciato dalla Corte di Giustizia, mira²¹⁷ a ridurre il rischio di un utilizzo del diritto delle società ad effettuare operazioni transfrontaliere, espressione della libertà di stabilimento, per scopi abusivi o fraudolenti, come, ad esempio, per eludere i diritti dei lavoratori ovvero gli obblighi previdenziali o fiscali, attraverso la costituzione di società di comodo²¹⁸.

²¹⁵ SCHMIDT, *op. cit.*, p.25.

²¹⁶ Art. 127, par. 8 Dir. Soc., come modificato dalla Dir. 2121/2019.

²¹⁷ Come reso manifesto dal considerando n.34.

²¹⁸ In quest'ottica, il considerando n.36 prevede che "l'autorità competente può considerare come indizio dell'assenza di abuso o frode il fatto che l'operazione transfrontaliera comporti per la società lo stabilimento della sede effettiva o del luogo dell'attività economica nello Stato membro in cui la o le società dovranno essere iscritte dopo l'operazione transfrontaliera".

La stessa norma solleva, tuttavia, alcuni dubbi. Essa, infatti, trasforma un principio fino ad ora applicato esclusivamente dalla Corte di Giustizia nella sua verifica di compatibilità dei diritti societari nazionali con la libertà di stabilimento in una norma di diritto secondario europeo che impone, e non già solo legittima - come avveniva in base alla giurisprudenza della Corte - agli Stati membri di apprestare un controllo volto ad impedire operazioni di fusione abusive o fraudolente; il che porta a domandarsi, considerando che la Direttiva già armonizza i presidi minimi di tutela dei soci di minoranza, dei creditori e dei lavoratori, se davvero fosse necessario e opportuno lasciare una così ampia discrezionalità agli Stati membri su un terreno peraltro estremamente delicato ed incerto.²¹⁹

Il nuovo articolo 127 ha cura di specificare, sopperendo ad una mancanza della previgente disciplina, che, ai fini del suddetto controllo, le società partecipanti alla fusione debbano presentare un'apposita domanda di certificato preliminare, corredata obbligatoriamente del progetto comune di fusione e delle relative osservazioni degli *stakeholders*, della relazione dell'esperto indipendente e della relazione di gestione, unitamente, ove accluso, al relativo parere dei lavoratori, salva la facoltà in capo agli Stati di esigere informazioni supplementari²²⁰.

È introdotto un termine ultimo per il rilascio del certificato preliminare, che deve avvenire entro tre mesi dalla data di ricevimento dei documenti e della notizia dell'approvazione della fusione transfrontaliera da parte dell'assemblea, salva un'ulteriore proroga di tre mesi qualora sia necessario tener conto di informazioni supplementari o svolgere ulteriori attività investigative.

Allo scopo di favorire una sempre maggior digitalizzazione delle procedure societarie, è richiesto agli Stati membri di provvedere a che sia possibile per le società presentare interamente per via telematica la domanda di certificato preliminare nonché le informazioni e i documenti a corredo.

La Direttiva 2019/2121 introduce un nuovo art. 127-bis, il quale, in linea con l'obiettivo di garantire un adeguato livello di trasparenza e l'impiego di strumenti e processi digitali²²¹, prevede l'utilizzo del sistema di interconnessione dei registri delle imprese per mettere il certificato preliminare gratuitamente a disposizione del pubblico e, soprattutto, per dividerlo, unitamente al progetto comune di fusione approvato dall'assemblea, con l'autorità dello Stato membro ove ha sede la società incorporante o neocostituita competente ai fini del controllo di legittimità della fusione transfrontaliera ex art. 128 Dir. Soc. (già art. 11 DFT).

²¹⁹ In tal senso LAMANDINI, *Il nuovo diritto eurounitario in tema di fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere*, da *dirittobancario.it*, dicembre 2019, p.4. L'autore teme che, per effetto di questa clausola antiabuso, possa in futuro risultare più difficile alla Corte di Giustizia considerare in violazione del diritto primario europeo disposizioni nazionali che, per quanto restrittive della libertà di stabilimento, si pongano formalmente come di attuazione di tale clausola e possano dunque invocare la "copertura" offerta dal diritto secondario europeo.

²²⁰ Concernenti segnatamente: il numero di dipendenti al tempo in cui è stato redatto il progetto comune di fusione transfrontaliera; l'esistenza di società controllate e la loro rispettiva ubicazione geografica; il soddisfacimento degli obblighi della società che partecipa alla fusione nei confronti di amministrazioni ed enti pubblici.

²²¹ Cfr. il considerando n.43.

La disciplina di quest'ultimo controllo non è oggetto di modifiche di rilievo ad opera del legislatore eurounitario, fatta salva la previsione in forza della quale, nei casi in cui possa prescindere dall'approvazione assembleare del progetto comune di fusione, oggetto di trasmissione all'autorità di controllo finale debba essere il progetto comune approvato dalle altre società partecipanti alla fusione.²²²

Per quanto concerne, infine, la fase esecutiva del procedimento di fusione, si è visto come la Decima Direttiva non rechi una disciplina organica armonizzata dei profili di carattere procedurale, salve le disposizioni riguardanti il controllo di legittimità della fusione (art. 11), gli effetti della fusione (art.14), la pubblicità relativa alla realizzazione dell'operazione (art.13), la fissazione della data di efficacia della fusione (art.12) e il relativo regime di validità (art.17).

La Direttiva 2012/2019 lascia sostanzialmente invariato questo impianto.²²³ L'unica novità di rilievo riguarda l'art. 130 Dir. Soc. (già art. 13 DFT) in materia di pubblicità nei registri nazionali dell'avvenuta fusione transfrontaliera, rispetto al quale il legislatore eurounitario, accogliendo le istanze della dottrina²²⁴, provvede ad armonizzare il contenuto informativo minimo che deve essere oggetto di iscrizione nei vari registri nazionali.²²⁵

²²² Cfr. art. 128, par. 2, Dir. Soc., come modificato dalla Direttiva 2012/2019; tale previsione è in linea con le istanze della dottrina: si veda BECH-BRUUN/LEXIDALE, *op. cit.*, p.32.

²²³ Per la relativa disciplina si veda *supra* (Cap.1).

²²⁴ Si veda in tal senso SCHMIDT, *op. cit.*, p.47.

²²⁵ A mente dell'art. 130, par.2, Dir. Soc., come modificato dalla Direttiva 2012/2019, "Gli Stati membri provvedono a che almeno le informazioni seguenti siano inserite nel rispettivo registro: a) nel registro dello Stato membro della società risultante dalla fusione, che l'iscrizione della società risultante dalla fusione è la conseguenza della fusione transfrontaliera; nel registro dello Stato membro della società risultante dalla fusione, la data di iscrizione della società risultante dalla fusione; c) nel registro dello Stato membro di ciascuna delle società che partecipano alla fusione, che la cancellazione o la soppressione dal registro della società che partecipa alla fusione è la conseguenza della fusione transfrontaliera; d) nel registro dello Stato membro di ciascuna delle società che partecipano alla fusione, la data della cancellazione o della soppressione dal registro della società che partecipa alla fusione; e) nei registri degli Stati membri di ciascuna delle società che partecipano alla fusione e dello Stato membro della società risultante dalla fusione, rispettivamente il numero di iscrizione, la denominazione e il tipo di ciascuna società che partecipa alla fusione e il numero di iscrizione, la denominazione e il tipo della società risultante dalla fusione."

2.8 Rilievi conclusivi.

In conclusione, alla luce delle novità introdotte dalla Direttiva 2121/2019 si può affermare che si è compiuto un ulteriore, importante, passo nella direzione di una maggiore armonizzazione della disciplina eurounitaria in materia di fusione transfrontaliera.

Essa costituisce un presupposto indispensabile affinché il diritto a realizzare una fusione transfrontaliera, quale forma di esercizio della libertà di stabilimento, che la Corte di Giustizia ha espressamente affermato nella sentenza *Sevic*, non resti lettera morta in virtù delle differenze, spesso marcate, tra le discipline nazionali applicabili alle diverse società coinvolte.

In questa prospettiva, l'intervento del legislatore eurounitario merita di essere accolto con complessivo favore.

L'apporto più significativo della Direttiva 2121/2019 è rappresentato sicuramente dall'aver armonizzato i presidi di tutela in favore di soci, creditori e lavoratori, soggetti che spesso risultano penalizzati dalla ristrutturazione societaria conseguente all'operazione e, in particolare, dall'eventuale cambiamento della *lex societatis* che ne disciplina i diritti.

Parte della dottrina²²⁶ ritiene che il baricentro della Direttiva 2121/2019 sia eccessivamente sbilanciato sulla protezione di questi soggetti, rendendo meno flessibile e più onerosa la procedura di fusione e sfavorendo, così, la mobilità transfrontaliera.

A ben vedere, l'aver uniformato, attraverso disposizioni comuni, le tutele in favore degli *stakeholders* più esposti alle conseguenze dell'operazione, sottraendo la materia alla discrezionalità degli Stati membri, ha bensì l'effetto di incentivare il ricorso alle fusioni transfrontaliere, che proprio nell'incertezza giuridica e nei problemi di coordinamento tra normative nazionali, derivanti da una situazione di *under-harmonization*, trova uno degli ostacoli principali.

L'intento di favorire la realizzazione della fusione transfrontaliera è, inoltre, confermato dalle disposizioni che semplificano l'iter procedurale, in particolare incoraggiando il ricorso a strumenti informatici.

Nonostante un apporto complessivamente positivo, l'intervento del legislatore eurounitario presenta, sotto alcuni aspetti, dei limiti e delle ambiguità.

In particolare, l'ambito di applicazione della Direttiva appare ancora troppo ristretto, tagliando fuori diverse categorie di persone giuridiche, *in primis* le società di persone, che pure dovrebbero poter

²²⁶ Si veda, a titolo esemplificativo, BINARD, SCHUMMER, *The Case for Further Flexibility in Matters of Cross-Border Corporate Mobility* in *European Company Law Journal* 16, n. 1 (2019).

beneficiare, ai sensi dell'art. 54 TFUE, del *framework* giuridico predisposto dal legislatore eurounitario ai fini di un esercizio effettivo della libertà di stabilimento.

L'aspetto più controverso della Direttiva è rappresentato, tuttavia, dal regime antiabuso previsto dal nuovo art. 127, in forza del quale l'autorità di controllo non può rilasciare il certificato preliminare laddove essa accerti che la fusione è effettuata per scopi abusivi, fraudolenti o criminali ovvero è diretta all'evasione o all'elusione del diritto dell'Unione europea o nazionale.

Questa norma attribuisce alle autorità nazionali il compito di svolgere una valutazione che rischia di rivelarsi ampiamente discrezionale, considerando che la nozione stessa di abuso "richiama per sua natura una fattispecie in bianco"²²⁷ e che la norma non stabilisce dei criteri precisi per stabilire quando un'operazione possa definirsi abusiva o fraudolenta, salva l'elencazione dei fattori indicativi contenuta nel considerando n.36 (che peraltro, come tale, non è giuridicamente vincolante per gli Stati membri in sede di recepimento).

Ciò comporta il rischio che i diversi Stati membri possano adottare normative di recepimento tra loro profondamente disallineate e che, al netto delle discrasie, la procedura di fusione finisca per essere gravata da un'ulteriore incombenza, suscettibile di prolungarne la durata ed accrescerne la complessità, minando la certezza del quadro giuridico entro il quale ha luogo l'operazione.

Se l'obiettivo che è alla base di questa norma - impedire operazioni transfrontaliere compiute al solo scopo di assicurarsi vantaggi fiscali o di altro tipo, a detrimento di creditori, soci o lavoratori - è apprezzabile, non si può non rilevare come lo stesso sia conseguito, in maniera peraltro più efficace che attraverso una vaga proibizione di operazioni abusive o fraudolente, grazie all'armonizzazione delle tutele in favore degli *stakeholders*, vero punto di forza della nuova normativa.

²²⁷ LAMANDINI, *op. cit.*, p.4.

CAPITOLO 3

Fusioni transfrontaliere ed ostacoli alla concorrenza: verso una riforma del *merger control*?

3.1 Premessa.

Come diffusamente osservato, tra le finalità ispiratrici della Decima Direttiva in materia di fusioni transfrontaliere e, successivamente, della riforma della stessa ad opera della Direttiva 2121/2019, assume carattere preminente quella di favorire il ricorso alla fusione quale strumento di crescita “per vie esterne” delle società europee e, in tal modo, rafforzarne la competitività nei confronti, in particolare, delle imprese extraeuropee, nel contesto di un mercato sempre più integrato a livello globale.

Rispetto al perseguimento di tale finalità, un ruolo altrettanto importante di quello svolto, come visto, della disciplina societaria²²⁸, è giocato dalla regolazione antitrust.

Le principali operazioni di fusione transfrontaliera²²⁹, segnatamente quelle che superino le soglie dimensionali²³⁰ previste dall’art. 1 del Regolamento 139/2004²³¹, sono, infatti, soggette, prima di poter essere attuate, ad un vaglio della Commissione Europea²³², volto ad accertarne la compatibilità con l’assetto concorrenziale del mercato comune.

²²⁸ In particolare, un maggior grado di armonizzazione delle normative nazionali e l’introduzione di procedure semplificate per la realizzazione dell’operazione sono, come detto, suscettibili di incentivare le operazioni di fusione transfrontaliera.

²²⁹ Per citarne alcune, tra le più recenti: Alstom-Siemens, Fincantieri-Chantiers de l’Atlantique, FCA-PSA, EssilorLuxottica-Grandvision.

²³⁰ Un’operazione di concentrazione è di dimensione eurounitaria e, come tale, è soggetta al controllo (esclusivo) della Commissione, se il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall’insieme delle imprese interessate è superiore a 5 miliardi di euro e il fatturato totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese interessate è superiore a 250 milioni di euro, salvo che ciascuna delle imprese interessate realizzi oltre i due terzi del suo fatturato totale nella Comunità all’interno di un solo e medesimo Stato membro. Inoltre, si considerano comunque di dimensione comunitaria anche quelle operazioni che, pur non superando le suddette soglie, siano tali per cui: a) il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall’insieme delle imprese interessate è superiore a 2,5 miliardi di euro; b) in ciascuno di almeno tre Stati membri, il fatturato totale realizzato dall’insieme delle imprese interessate è superiore a 100 milioni di euro; c) in ciascuno di almeno tre degli Stati membri di cui alla lettera b), il fatturato totale realizzato individualmente da almeno due delle imprese interessate è superiore a 25 milioni di euro e d) il fatturato totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese interessate è superiore a 100 milioni di euro; salvo che ciascuna delle imprese interessate realizzi oltre i due terzi del suo fatturato totale nella Comunità all’interno di un solo e medesimo Stato membro.

Le concentrazioni che rimangono al di sotto di queste soglie potranno, tuttalpiù, essere soggette al controllo delle competenti autorità nazionali di concorrenza, laddove integrino i requisiti dimensionali fissati dalle legislazioni nazionali interessate.

²³¹ Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (“Regolamento comunitario sulle concentrazioni”).

²³² In particolare, l’*enforcement* del diritto antitrust è demandato alla Direzione Generale della Concorrenza.

Ai sensi dell'art. 3, Reg. 139/2004, si ha una concentrazione quando si produce una “modifica duratura del controllo” a seguito:

- i) della fusione di due o più imprese precedentemente indipendenti o parti di imprese; oppure
- ii) dell'acquisizione, da parte di una o più imprese, del controllo diretto o indiretto dell'insieme o di parti di una o più altre imprese; o ancora
- iii) dell'acquisto di diritti o in forza di contratti o altri mezzi che conferiscono, da soli o congiuntamente, la possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa²³³; o infine
- iv) della costituzione di una “impresa comune che esercita stabilmente tutte le funzioni di una entità economica autonoma”.

Si evince, dunque, come la nozione di “concentrazione” richiamata dal legislatore comunitario ai fini dell'*European merger control* sia più ampia ma ricomprenda in sé, quale ipotesi tipica, i casi di fusione transfrontaliera, purché l'operazione abbia dimensione eurounitaria ai sensi del Regolamento. Il criterio di valutazione applicato dalla Commissione per stabilire se una concentrazione possa o meno essere autorizzata è frutto di un bilanciamento tra le due opposte esigenze di favorire, da un lato, la crescita delle imprese anche per vie esterne e di limitare, dall'altro, il sacrificio concorrenziale che inevitabilmente si accompagna ad ogni forma di concentrazione (sotto forma di eliminazione o, quantomeno, di indebolimento di uno o più concorrenti).²³⁴

In questo senso, il Regolamento 139/2004, pur affermando che le concentrazioni tra imprese europee “devono essere valutate positivamente nella misura in cui corrispondono alle esigenze di una concorrenza dinamica e possono aumentare la competitività dell'industria europea, migliorare le condizioni della crescita ed elevare il tenore di vita nella Comunità”²³⁵, sottolinea al contempo la necessità di “garantire che il processo di ristrutturazione non comporti un pregiudizio durevole per la concorrenza”²³⁶.

Il tema della definizione - o, meglio, ridefinizione - di un equilibrio tra le istanze di crescita e competitività delle imprese e quelle di tutela della concorrenza e del benessere dei consumatori è tornato di stretta attualità in seguito alla mancata autorizzazione da parte della Commissione, nel febbraio 2019, della fusione tra l'impresa francese Alstom e la tedesca Siemens, nonché, in maniera forse ancora più pressante, in un contesto, quello attuale, segnato dalla presa d'atto delle istituzioni europee della necessità di ridisegnare le politiche industriali dell'Unione e, con esse, le regole di

²³³ Trattasi in particolare di: a) diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa; b) diritti o contratti che conferiscono un'influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa.

²³⁴ Cfr. GHEZZI, OLIVIERI, *Diritto Antitrust*, Giappichelli Editore, II edizione, 2019.

²³⁵ Cfr. il IV considerando.

²³⁶ Cfr. il V considerando.

concorrenza, per far fronte alle dirompenti conseguenze generate, anche sul mondo delle imprese, dalla pandemia da COVID 19.

Prima di dar conto del dibattito e delle proposte di riforma della disciplina in materia di controllo delle concentrazioni, è necessario riassumere gli aspetti sostanziali dell'attuale *framework* normativo, con particolare riguardo al criterio di valutazione delle concentrazioni attualmente utilizzato dalla Commissione.

3.2 European Merger Control: dal *test* di dominanza al SIEC test.

Per lungo tempo, il legislatore comunitario si è astenuto dal dettare una disciplina specifica in materia di *merger control*, in ragione soprattutto delle resistenze opposte da quegli Stati membri che, essendosi dotati al proprio interno di normative nazionali sul controllo delle concentrazioni, temevano di demandare alla Commissione un potere, quello di autorizzare o meno operazioni di questo tipo, dalla forte valenza in termini di politica industriale, in ragione delle dirimpenti conseguenze economiche, politiche e sociali che discendono dalla decisione finale.

La prima normativa comunitaria sul controllo delle concentrazioni si è avuta solamente con l'adozione del Regolamento 4064/89, frutto di un compromesso "politico" tra gli Stati membri, raggiunto solo dopo che la Corte di Giustizia aveva paventato la possibilità di assoggettare le operazioni di concentrazione alla severa disciplina in materia di intese ed abusi di posizione dominante (e ai relativi divieti ex. art. 101 e 102 TFUE).

Il Regolamento 4064/89 si caratterizza per un ambito di applicazione volutamente ristretto, imperniato sul c.d. *test* di dominanza, in forza del quale sono vietate "le operazioni di concentrazione che creano o rafforzano una posizione dominante, da cui risulti che una concorrenza effettiva sia ostacolata in modo significativo nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso".²³⁷

Per posizione dominante deve intendersi "una posizione di potenza economica grazie alla quale l'impresa che la detiene è in grado di ostacolare la persistenza di una concorrenza effettiva sul mercato in questione ed ha la possibilità di tenere comportamenti alquanto indipendenti nei confronti dei concorrenti, dei clienti e, in ultima analisi, dei consumatori".²³⁸

Assume carattere dirimente, quindi, il potere di mercato dell'impresa, posto che "normalmente si ha una posizione dominante quando un'impresa o un gruppo di imprese²³⁹ controllano una larga quota dell'offerta su un determinato mercato e gli altri fattori analizzati in sede di valutazione del caso (quali

²³⁷ Cfr. Art. 2, Reg. 4064/89. Il *test* di dominanza è stato interpretato dalla giurisprudenza europea nel senso che la mera costituzione o rafforzamento di una posizione dominante in capo all'ente derivante dall'operazione di concentrazione fosse condizione necessaria ma non sufficiente a vietare l'operazione, occorrendo a tal fine che da ciò derivi un ostacolo significativo alla concorrenza effettiva: cfr. Corte di Giustizia, caso T-2/93 *Air France v Commission* [1994], ECR II-00323, punto 79.

²³⁸ Corte di Giustizia Europea, Caso 27/76 *United Brands Company and United Brands Continental BV v Commission*, [1978] ECR 207, punto 65.

²³⁹ La normativa del controllo delle concentrazioni è applicabile anche ai casi di posizione dominante collettiva, la quale si verifica quando più imprese, giuridicamente indipendenti l'una dall'altra, si presentano e agiscono, nei confronti dei concorrenti e dei consumatori, come un'entità economica unitaria: in tal senso GHEZZI, OLIVIERI, *op. cit.*, p. 199.

gli ostacoli all'entrata, la capacità di reazione dei consumatori ecc.) inducono anch'essi a concludere in questo senso”.²⁴⁰

Il Regolamento 4064/89 è stato abrogato dal Regolamento 139/2004, il quale ha, *inter alia*, modificato il criterio di valutazione delle concentrazioni, introducendo il c.d. SIEC test (*Significant Impediment to Effective Competition*).

Il nuovo Regolamento dichiara incompatibili con il mercato comune, e pertanto vieta, le concentrazioni “che ostacolino in modo significativo una concorrenza effettiva nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso, in particolare a causa della creazione o del rafforzamento di una posizione dominante ”.²⁴¹

Con l'adozione del nuovo test valutativo, la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante retrocede da requisito imprescindibile per l'illiceità di una concentrazione ad uno dei possibili esempi (ancorché prevalente e maggiormente lesivo) di un ostacolo significativo ad una concorrenza effettiva.

Il principale obiettivo del SIEC test è di superare il limite fondamentale del test di dominanza, il quale non permetteva, in virtù del duplice requisito su cui si fondava, di vietare quelle concentrazioni da cui derivasse una significativa diminuzione della concorrenza senza però che si creasse o rafforzasse una posizione dominante (dando luogo a dei c.d. *falsi negativi*).

La vera novità introdotta del Regolamento 139/2004 consiste, dunque, nell'aver esteso il *merger control* a quelle operazioni suscettibili di produrre delle restrizioni significative della concorrenza senza dare origine a situazioni di dominanza, che prima potevano sfuggire al controllo comunitario. A detta della stessa Commissione²⁴², infatti, “il criterio è stato ora rivisto in modo che sia chiaro che possono essere vietate tutte le concentrazioni che hanno effetti anticoncorrenziali. La posizione dominante, nelle sue varie forme, rimane la fattispecie principale (...) ma il nuovo criterio ricomprende in modo chiaro anche gli effetti anticoncorrenziali in mercati oligopolistici nei quali l'impresa risultante dalla concentrazione non si troverebbe in una vera e propria posizione dominante nel senso abituale del termine”.

In particolare, nei mercati oligopolistici le concentrazioni possono determinare l'eliminazione di importanti vincoli concorrenziali reciprocamente esercitati dalle imprese partecipanti all'operazione e una riduzione della pressione concorrenziale sui restanti concorrenti, fattori suscettibili, anche in assenza di una probabilità di coordinamento tra i membri dell'oligopolio, di dar luogo ad ostacoli

²⁴⁰ Comunicazione della Commissione sulla definizione del mercato rilevante ai fini dell'applicazione del diritto comunitario in materia di concorrenza (*Market definition notice*), § 10.

²⁴¹ Art. 2, §§ 2 e 3, Reg. 139/2004.

²⁴² Comunicato stampa della Commissione del 20 gennaio 2004 “Nuovo regolamento concentrazioni: domande più frequenti”.

significativi ad una concorrenza effettiva. Ciò comporta che la nozione di “ostacolo significativo ad una concorrenza effettiva” debba essere interpretata come riguardante, al di là del concetto di posizione dominante, gli effetti anticoncorrenziali di una concentrazione risultanti da un comportamento non coordinato di imprese che non avrebbero una posizione dominante.²⁴³

L'applicazione del SIEC test consente, insomma, di valutare anche gli effetti anticoncorrenziali che le concentrazioni producono nei mercati oligopolistici, in termini, ad esempio, di incentivo a tenere comportamenti non necessariamente coordinati, come l'aumento significativo dei prezzi dovuto alla riduzione dei vincoli concorrenziali tra imprese operanti su tali mercati.²⁴⁴

Sotto il profilo dei possibili effetti anticoncorrenziali, gli Orientamenti della Commissione²⁴⁵ individuano, al riguardo, due principali modalità attraverso le quali una concentrazione orizzontale²⁴⁶ può ostacolare in misura significativa la concorrenza, suddividendo le concentrazioni anticoncorrenziali in due categorie:

- i) quelle che determinano effetti c.d. coordinati, rendendo significativamente più probabile che imprese, le quali precedentemente non coordinavano il loro comportamento, si coordinino ed aumentino i prezzi o ostacolino in altro modo una concorrenza effettiva ovvero rendendo più facile, più stabile o più efficace il coordinamento tra imprese che già si coordinavano prima della concentrazione (si parla al riguardo di *oligopoli collusivi*);
- ii) quelle che determinano effetti c.d. unilaterali (o non coordinati), mediante l'eliminazione di importanti vincoli concorrenziali per una o più imprese che fa sì che le stesse possano, di conseguenza, detenere un maggiore potere di mercato, senza mettere in atto un comportamento coordinato (si parla al riguardo di *oligopoli non collusivi*).

La portata del nuovo criterio di valutazione delle operazioni di concentrazione si coglie, in particolare, con riguardo al secondo tipo di effetti (effetti non coordinati).

Il venir meno di un concorrente diretto a seguito della concentrazione può far sì che non solo l'impresa risultante dalla concentrazione, ma anche le altre imprese dell'oligopolio possano ritenere conveniente, a fronte della riduzione della pressione concorrenziale, aumentare unilateralmente i prezzi senza dover temere una perdita di quota di mercato a vantaggio dei *competitors*, facendo sì che gli effetti complessivi della concentrazione vadano oltre quelli che scaturiscono dall'operazione in sé.

²⁴³ Cfr. il considerando n. 25, Reg. 139/2004 e gli *Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali*, § 25.

²⁴⁴ GHEZZI, OLIVIERI, *op. cit.*, p.272.

²⁴⁵ *Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali*, § 22.

²⁴⁶ Le concentrazioni orizzontali, coinvolgendo imprese operanti allo stesso livello della filiera produttiva, costituiscono le operazioni più problematiche sotto il profilo delle conseguenze concorrenziali, perché si traducono nella eliminazione di un'impresa concorrente, generando un aumento di potere di mercato in capo all'entità scaturente dall'operazione e alle altre imprese presenti sul mercato.

Come osservato dalla Commissione nei propri Orientamenti²⁴⁷, infatti, “se prima della concentrazione una delle imprese avesse aumentato i prezzi, avrebbe perso parte delle sue vendite a beneficio dell'altra impresa partecipante alla concentrazione. La concentrazione elimina questo vincolo specifico. Anche le imprese attive sul medesimo mercato che non partecipano alla concentrazione possono beneficiare della riduzione della pressione concorrenziale che deriva dalla concentrazione, poiché l'aumento dei prezzi da parte delle imprese partecipanti alla concentrazione può spostare una parte della domanda verso le imprese rivali che, a loro volta, potrebbero considerare redditizio alzare anch'esse i prezzi”.

Gli effetti unilaterali interessano, dunque, l'intero mercato, ma a differenza di quanto accade negli oligopoli c.d. collusivi, essi non scaturiscono da una forma di cooperazione, ancorché tacita, tra le imprese, bensì da condotte commerciali poste in essere autonomamente dalle imprese presenti sul mercato.

Sebbene nella maggioranza dei casi gli effetti unilaterali derivino da concentrazioni suscettibili di creare o rafforzare delle imprese leader di mercato, generando situazioni di dominanza, può accadere che effetti unilaterali suscettibili di produrre un ostacolo significativo ad una concorrenza effettiva scaturiscano da concentrazioni tra imprese che non hanno una posizione dominante nel mercato, né la raggiungono a seguito del *merger*.²⁴⁸

Non potendo essere ricondotte a una situazione di dominanza singola o collettiva, tali operazioni sfuggirebbero allo scrutinio del test di dominanza ma non al nuovo test, il SIEC, che, come detto, permette di estendere la valutazione della Commissione anche a quelle operazioni che, pur non creando o rafforzando una posizione dominante, producono nondimeno effetti pregiudizievoli per la concorrenza.

In questa prospettiva, particolarmente soggette al controllo da parte della Commissione alla stregua del nuovo test sono state le recenti proposte di fusione²⁴⁹ che, nel settore della telefonia mobile, avrebbero ridotto il numero dei concorrenti da quattro a tre, rispetto alle quali la Commissione Europea è stata particolarmente attenta al fatto che le imprese partecipanti, in esito all'operazione, avrebbero visto quantomeno agevolata la probabilità di coordinamento, in forma di un aumento dei prezzi o di altri ostacoli significativi alla concorrenza.²⁵⁰

²⁴⁷ *Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali*, § 24.

²⁴⁸ CANELLI, *Le concentrazioni tra imprese nel diritto comunitario della concorrenza*, in *Magistra Banca e Finanza*, 2005.

²⁴⁹ Si vedano, *inter alia*: Caso M.7612 - H3G UK/Telefonica UK; Caso M.6497 - H3G Austria/Orange Austria; Caso M.6992 - H3G UK/Telefonica Ireland; Caso M7758 - H3G Italia/Wind.

²⁵⁰ GHEZZI, OLIVIERI, *op. cit.*, p.275.

L'introduzione del SIEC test ha influito sull'approccio della Commissione all'analisi degli effetti di una concentrazione.

Mentre il *test* di dominanza permetteva di valutare se l'ente risultante dalla concentrazione conseguisse un livello eccessivo di potere di mercato, concentrandosi soprattutto sull'analisi delle quote di mercato, il SIEC test consente, invece, una valutazione complessiva di tutte le conseguenze della concentrazione sulle dinamiche concorrenziali del mercato e, quindi, di quanto la concorrenza possa essere realmente ridotta, prendendo in considerazione anche elementi ulteriori.

In tal modo, il nuovo test di valutazione riduce il rischio di una proibizione di concentrazioni che sembrano creare una posizione dominante in base ad elementi quali le quote di mercato ma che in realtà, in virtù delle caratteristiche del mercato e di altri fattori concomitanti, non producono una riduzione significativa della concorrenza effettiva o, addirittura, comportano complessivamente un rafforzamento della concorrenza stessa (i cc.dd. *falsi positivi*).

L'art. 2, Reg. 139/2004 prevede, al riguardo, che nel valutare una concentrazione la Commissione debba tener conto dei seguenti fattori:

1. necessità di preservare e sviluppare una concorrenza effettiva nel mercato comune alla luce, segnatamente, della struttura di tutti i mercati interessati e della concorrenza, anche solo potenziale, di imprese situate all'interno o all'esterno dell'UE.
2. posizione sul mercato delle imprese partecipanti e relativo potere economico e finanziario;
3. possibilità di scelta e di accesso alle fonti di approvvigionamento e agli sbocchi dei fornitori;
4. esistenza di barriere all'ingresso di nuovi concorrenti nel mercato;
5. andamento dell'offerta e della domanda dei prodotti e dei servizi interessati;
6. interessi dei consumatori intermedi e finali;
7. evoluzione del progresso tecnico ed economico, purché essa sia a vantaggio del consumatore e non costituisca impedimento alla concorrenza.

Gli *Orientamenti sulle concentrazioni orizzontali* definiscono in maniera ancor più dettagliata i profili sui quali deve insistere il vaglio della Commissione, specificando che essa deve tener conto dei seguenti aspetti:

- a) le quote di mercato delle parti e il grado di concentrazione del mercato rilevante;
- b) la probabilità che la concentrazione produca effetti anticoncorrenziali nei mercati rilevanti, in assenza di fattori compensativi;
- c) la probabilità che il potere degli acquirenti agisca come contrappeso ad un aumento del potere di mercato derivante dalla concentrazione;

d) la probabilità che l'ingresso di nuove imprese mantenga una concorrenza effettiva nei mercati rilevanti;²⁵¹

e) la probabilità che il miglioramento dell'efficienza costituisca un fattore in grado di controbilanciare gli effetti negativi per la concorrenza che potrebbero altrimenti derivare dalla concentrazione;

f) le condizioni per invocare l'eccezione dell'impresa in stato di crisi (*failing firm defence*);

Tra questi, particolarmente significativo ai fini della tematica oggetto di trattazione è il profilo relativo al “miglioramento dell'efficienza”.

Il considerando n. 29 al Reg. 139/2004 afferma che “per determinare l'impatto di una concentrazione sulla concorrenza nel mercato comune, è opportuno tener conto di qualsiasi documentato e probabile guadagno di efficienza addotto dalle imprese interessate”, essendo “possibile che l'incremento di efficienza prodotto dalla concentrazione compensi gli effetti sulla concorrenza, e in particolare il pregiudizio potenziale per i consumatori, che questa avrebbe potuto altrimenti produrre, e che di conseguenza la concentrazione stessa non ostacoli in modo significativo una concorrenza effettiva”.

Ad ogni modo, la Commissione ha chiarito²⁵² che, perché sia possibile tener conto degli *efficiency gains* e giungere alla conclusione che, grazie ad essi, non vi è motivo di dichiarare una concentrazione incompatibile con il mercato comune, gli stessi devono andare a beneficio dei consumatori, essere specificamente legati alla concentrazione e risultare verificabili.

Per quanto concerne la necessità che la concentrazione favorisca, nel suo complesso, il c.d. *consumer welfare*, vera e propria stella polare delle politiche di concorrenza eurounitarie, riveste fondamentale importanza il fatto che la stessa non incida negativamente sulla situazione dei consumatori. A tal fine, i miglioramenti di efficienza devono essere considerevoli e tempestivi e, in linea di principio, apportare dei vantaggi ai consumatori in quei mercati rilevanti nei quali sarebbero altrimenti probabili problemi sotto il profilo della concorrenza.²⁵³

Le concentrazioni possono produrre diversi tipi di miglioramenti dell'efficienza suscettibili di tradursi in un vantaggio per i consumatori.

Per esempio, le riduzioni dei costi di produzione o di distribuzione, dovute allo sfruttamento delle economie di scala e alle altre sinergie sprigionate dalla fusione, possono dare all'entità risultante dalla concentrazione la possibilità e l'incentivo a praticare prezzi più bassi²⁵⁴. Inoltre, la concentrazione

²⁵¹ Gli *Orientamenti*, § 68, chiariscono che se l'ingresso in un mercato è sufficientemente facile, è improbabile che una concentrazione dia luogo a problemi significativi sotto il profilo della concorrenza. In particolare, perché un nuovo ingresso possa essere considerato un vincolo concorrenziale sufficiente per le imprese partecipanti alla concentrazione, occorre dimostrare che l'ingresso sarebbe probabile, rapido (entro due anni) e sufficiente ad impedire o controbilanciare ogni potenziale effetto anticoncorrenziale. Assume, a tal fine, carattere dirimente la presenza e l'entità delle barriere all'ingresso nel mercato.

²⁵² *Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali*, § 78.

²⁵³ *Orientamenti*, § 79.

²⁵⁴ *Orientamenti*, § 80.

può consentire ai consumatori di beneficiare di prodotti o servizi nuovi o migliorati, per esempio grazie a miglioramenti dell'efficienza nel campo della R&S e dell'innovazione.²⁵⁵

Una maggior efficienza dell'entità risultante dalla concentrazione può, infine, ridurre il suo incentivo a coordinare il proprio comportamento con le altre imprese che operano sullo stesso mercato, diminuendo il rischio di effetti coordinati sul mercato rilevante.²⁵⁶

L'incentivo per l'impresa frutto della concentrazione a trasferire ai consumatori gli incrementi di efficienza è spesso legato all'esistenza di una pressione concorrenziale da parte delle altre imprese presenti sul mercato e di potenziali *new comers*. In questo senso, è altamente improbabile che una concentrazione che dia luogo ad una posizione di mercato prossima al monopolio, o che porti ad un analogo livello di potere di mercato, possa essere dichiarata compatibile con il mercato comune sulla base del fatto che il miglioramento dell'efficienza sarebbe sufficiente a controbilanciare i suoi potenziali effetti anticoncorrenziali.²⁵⁷

Riepilogato il quadro normativo attualmente in vigore, i prossimi paragrafi saranno dedicati ad una disamina del dibattito, riaccessosi recentemente, sulla necessità di riformare il *merger control* eurounitario al fine di rendere più agevole l'aggregazione delle imprese europee e la nascita di "campioni industriali europei", da più parti considerati mai tanto necessari quanto in un contesto di crisi come quello attuale.

²⁵⁵ *Orientamenti*, § 81.

²⁵⁶ *Orientamenti*, § 82.

²⁵⁷ *Orientamenti*, § 84.

3.3 Il caso Alstom-Siemens.

Il tema della riforma del *merger control* è tornato al centro del dibattito pubblico a seguito della decisione²⁵⁸ della Commissione Europea del 6 febbraio 2019, che ha dichiarato incompatibile con il mercato interno la proposta di fusione tra la società tedesca Siemens AG e la francese Alstom SA, due dei principali *players* globali nel settore del trasporto ferroviario.

Il progetto di concentrazione notificato alla Commissione si basava sul protocollo d'intesa siglato tra le due società il 26 settembre 2017²⁵⁹, il quale prevedeva che le stesse realizzassero una fusione alla pari attraverso l'acquisto da parte di Siemens del controllo esclusivo di Alstom, mediante un contributo in natura ad Alstom delle attività di Siemens nel settore della mobilità in cambio di azioni Alstom di nuova emissione.

L'obiettivo principale del *merger* era di creare un campione europeo nel settore ferroviario che fosse in grado di competere con le principali potenze mondiali del settore, in particolare con l'indiscusso leader globale dello stesso, la cinese CRCC (China Railway Construction Corporation).

Inoltre, le due società ritenevano che, grazie alla complementarità tra le rispettive attività anche sul piano geografico, la società risultante dalla fusione sarebbe stata in grado di offrire una gamma significativamente più ampia di prodotti e soluzioni per soddisfare le molteplici esigenze dei clienti. A loro detta, l'impronta globale avrebbe consentito alla società frutto della fusione di accedere ai mercati in crescita in Medio Oriente, Africa, India e Sud America (dove è presente Alstom) e in Cina, Stati Uniti e Russia (dove è presente Siemens), consentendo ai clienti di beneficiare di una presenza geografica più ampia e bilanciata, di un'offerta di portafoglio più completa e di investimenti significativi in servizi digitali e innovazione.

Temendo una riduzione della concorrenza nei mercati in cui avrebbe operato l'impresa frutto della fusione, la Commissione Europea ha condotto un'indagine approfondita sugli effetti dell'operazione, per stabilire se le preoccupazioni in materia di concorrenza fossero fondate, in esito alla quale ha concluso che la fusione avrebbe comportato ostacoli significativi alla concorrenza e, ritenendo che i rimedi presentati dalle parti e le efficienze prodotte dall'operazione non fossero sufficienti a rimuovere le criticità concorrenziali rilevate, ha proibito il *merger*.

²⁵⁸ Decisione della Commissione del 6 febbraio 2019 che dichiara una concentrazione incompatibile con il mercato interno e con il funzionamento dell'accordo SEE (Caso M.8677 — Siemens/Alstom), pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 5-9-2019.

²⁵⁹ Consultabile al link: <https://press.siemens.com/global/en/pressrelease/siemens-and-alstom-join-forces-create-european-champion-mobility>.

In particolare, la Commissione ha ritenuto che l'operazione proposta avrebbe ostacolato in modo significativo una concorrenza effettiva nei mercati europei dei sistemi di segnalamento sulle linee principali e del materiale rotabile ad alta e altissima velocità.

L'indagine della Commissione ha dimostrato che l'operazione proposta avrebbe rimosso un concorrente molto forte dai mercati interessati e che l'entità risultante dalla fusione ne sarebbe diventata leader indiscusso all'interno del SEE, con conseguente produzione di effetti non coordinati suscettibili di ostacolare in maniera significativa la concorrenza nel mercato unico.

A suffragio di questa conclusione, la Commissione ha fatto leva su fattori quali l'elevata quota di mercato detenuta da Alstom e Siemens, il fatto che le stesse fossero concorrenti stretti e costituissero la principale fonte di reciproca pressione concorrenziale, la scarsa rilevanza dei concorrenti residui e l'esistenza di barriere all'ingresso che rendevano improbabile l'ingresso nel prossimo futuro di nuovi concorrenti, in particolari potenziali fornitori cinesi (quali CRRC).

Al riguardo, la Commissione ha rilevato come, per quanto riguarda i sistemi di segnalamento, i fornitori cinesi non fossero presenti nel SEE e che quindi ci sarebbe voluto molto tempo prima che potessero diventare fornitori credibili per i gestori dell'infrastruttura europea, mentre per quanto riguarda i treni ad altissima velocità, ha ritenuto altamente improbabile un nuovo ingresso dalla Cina tale da costituire un vincolo competitivo per le parti interessate dalla concentrazione in un futuro prevedibile.

Dichiarando la “minaccia” cinese inesistente, l'Antitrust europeo ha spazzato via quella che Alstom e Siemens consideravano essere la ragione principale dell'operazione di aggregazione.

Quanto ai guadagni di efficienza indicati nel *memorandum of understanding*²⁶⁰, la Commissione ha ritenuto che gli argomenti avanzati dalle parti non fossero sufficienti a spiegare perché l'operazione avrebbe creato efficienze specifiche in grado di controbilanciare il *vulnus* concorrenziale da essa determinato, in termini di preclusione dei concorrenti più piccoli, aumento dei prezzi, diminuzione delle possibilità di scelta dei fornitori e minori incentivi all'innovazione, a scapito degli operatori ferroviari, dei gestori delle infrastrutture e, in ultima analisi, degli utenti finali.

Nel comunicato stampa²⁶¹ che ha reso pubblica la decisione di non autorizzare la concentrazione, l'allora, come ora, Commissario europeo per la concorrenza Margrethe Vestager ha al riguardo dichiarato: “Milioni di passeggeri in tutta Europa si affidano ogni giorno a treni moderni e sicuri. Siemens e Alstom sono entrambi campioni nel settore ferroviario. Senza una soluzione adeguata,

²⁶⁰ Si veda *supra*.

²⁶¹ European Commission; Press release; Mergers: Commission prohibits Siemens' proposed acquisition of Alstom; February 6th, 2019; Brussels.

questa fusione avrebbe comportato prezzi più elevati per i sistemi di segnalazione che mantengono i passeggeri al sicuro e per le prossime generazioni di treni ad altissima velocità. La Commissione ha vietato la concentrazione perché le società non erano disposte ad affrontare le nostre gravi preoccupazioni concorrenziali”.

3.4 Il Manifesto franco-tedesco per una politica industriale europea adatta al XXI secolo.

La decisione della Commissione di non autorizzare la fusione tra Alstom e Siemens ha provocato la dura reazione politica dei governi di Francia e Germania.

In particolare, il ministro dell'Economia francese, Bruno Le Maire, ha dichiarato che la decisione costituisce un "errore politico ed economico", che "impedisce ad Alstom e Siemens, i due campioni della segnaletica e delle ferrovie, di avere lo stesso peso del grande campione dell'industria cinese", dimostrando come nella concorrenza UE ci siano "regole obsolete che bisogna riformare".

Al riguardo, il 19 febbraio 2019 Le Maire ed il suo omologo tedesco Altmaier hanno sottoscritto un *Manifesto*²⁶² comune per una politica industriale europea più ambiziosa, che passi anche per una revisione delle regole antitrust in materia di concentrazioni, al fine di favorire lo sviluppo di campioni industriali europei che possano competere più efficacemente con i colossi internazionali, in particolare cinesi.

Si legge nel *Manifesto* che "in un momento di cambiamenti sempre più rapidi a livello globale, l'Europa deve essere più unita che mai. La forza economica dell'Europa nei prossimi decenni dipenderà enormemente dalla capacità di confermarsi una potenza produttiva e industriale globale" in un contesto in rapida evoluzione, in cui "emergono nuovi settori industriali come quelli legati all'intelligenza artificiale, altri stanno cambiando a grande velocità come l'auto o settori ferroviari, e altri settori tradizionali continueranno ad essere essenziali come l'acciaio o alluminio".

"Se l'Europa vuole ancora essere una potenza produttiva nel 2030" - continua il *Manifesto* - "abbiamo bisogno di una vera e propria politica industriale europea. Un'industria forte è al centro di una crescita sostenibile e inclusiva e, soprattutto, è ciò che darà all'Europa la sua crescita economica, sovranità e indipendenza. Per avere successo, abbiamo bisogno di un pensiero molto più strategico che in passato. Ecco perché la Francia e la Germania chiedono una strategia industriale europea più ambiziosa con obiettivi chiari per il 2030. Questa dovrebbe essere una priorità assoluta anche per la prossima Commissione europea".

Questa rinnovata politica industriale europea, invocata da Francia e Germania, deve fondarsi su tre pilastri fondamentali:

1. Massicci investimenti in innovazione;
2. Modifica del framework regolatorio, volta a rendere le imprese europee più competitive a livello internazionale;

²⁶² Consultabile al link: [https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/F/franco-german-manifesto-for-a-european-industrial-policy.pdf? blob=publicationFile&v=2](https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/F/franco-german-manifesto-for-a-european-industrial-policy.pdf?blob=publicationFile&v=2).

3. Adozione di misure a protezione delle tecnologie, delle imprese e dei mercati europei da investimenti diretti esteri.

Per quanto specificamente concerne il secondo pilastro, Le Maire ed il suo omologo tedesco Altmaier affermano che “le regole di concorrenza sono essenziali, ma quelle esistenti devono essere riviste per poter adeguatamente tenere conto di ragioni di politica industriale e consentire alle aziende europee di competere con successo sulla scena mondiale”, sottolineando come “oggi, tra le prime 40 maggiori aziende della mondo, solo 5 sono europee.”

Il problema fondamentale evidenziato nel *Manifesto* è che non esiste un *level playing field* globale, né ve ne sarà uno a breve, il che pone le aziende europee in una situazione di svantaggio: “quando alcuni Paesi sovvenzionano pesantemente le proprie aziende, come possono le aziende che operano principalmente in Europa competere alla pari?” - si chiedono Francia e Germania.

“Naturalmente – proseguono – dobbiamo continuare a discutere per una più equa ed efficace parità di condizioni a livello globale, ma nel frattempo dobbiamo garantire che le nostre aziende possano effettivamente crescere e competere. Ciò comporta una modifica delle regole di concorrenza europee esistenti”.

Al riguardo, Francia e Germania propongono diverse soluzioni:

- Valutare l'introduzione di un diritto di ricorso al Consiglio contro le decisioni della Commissione per ottenerne un annullamento in casi ben definiti, soggetti a strette condizioni.
- Aggiornare le attuali linee guida in materia di concentrazioni per tenere maggiormente conto della concorrenza a livello globale e il ruolo della potenziale concorrenza futura in un'ottica di più lungo periodo, per dare alla Commissione europea maggior flessibilità nella valutazione dei mercati rilevanti, il che potrebbe comportare l'adattamento del Regolamento n. 139/2004.
- Prendere in maggiore considerazione il controllo statale e i sussidi per le imprese nell'ambito del controllo delle concentrazioni.
- Valutare un potenziale coinvolgimento temporaneo di soggetti statali in settori specifici e in momenti particolari, per garantirne uno sviluppo nel lungo termine.

La proposta sicuramente più dirompente, tra quelle contenute nel *Manifesto*, riguarda l'introduzione un "diritto di appello" al Consiglio contro le decisioni di divieto assunte dalla Direzione Generale della Concorrenza.

Le imprese che partecipano alla fusione hanno già il diritto di presentare ricorso contro le decisioni della Commissione dinanzi agli organi giurisdizionali europei (Tribunale UE e Corte di Giustizia). Quello proposto dall'asse franco-tedesco è un intervento a tutela di interessi di politica industriale, azionabile in "casi ben definiti" e a "condizioni rigorose", che, a ben vedere, non depriverebbe tuttavia

le parti del diritto di presentare ricorso contro le decisioni della Commissione presso le corti europee.²⁶³

La seconda proposta riguarda una revisione degli attuali Orientamenti della Commissione in materia di concentrazioni e, eventualmente, dello stesso Regolamento 139/2004.

Il suggerimento del *Manifesto* di "tenere maggiormente conto della concorrenza a livello globale" sembra riferirsi alla necessità di modificare l'approccio della Commissione alla definizione del mercato geografico rilevante rispetto al quale è valutato l'impatto dell'operazione di concentrazione notificata²⁶⁴, attualmente ritenuto troppo restrittivo.

Il *Manifesto* raccomanda, inoltre, di prestare una maggiore attenzione all'impatto sulle operazioni notificate della concorrenza potenziale, intesa quale fattore in grado di esercitare una pressione competitiva sulla società risultante dalla concentrazione, disincentivandola dal tenere comportamenti anticoncorrenziali.

In quest'ottica, il *Manifesto* chiede di ridefinire il *time frame* nel quale la Commissione valuta l'effetto sulla concorrenza delle operazioni notificate per "consentire un approccio più dinamico e di lungo termine", il che richiederebbe di estendere il lasso temporale (attualmente fissato in due anni)²⁶⁵ entro il quale l'entrata nel mercato di nuovi operatori o l'espansione di quelli esistenti può considerarsi tempestiva e, quindi, in grado di scoraggiare l'esercizio del potere di mercato da parte della società frutto della fusione.

Il *Manifesto* paventa, poi, un'eventuale modifica del Regolamento 139/2004. Non è chiaro quali cambiamenti possano avere in mente i governi francese e tedesco, atteso che il Regolamento non affronta in dettaglio questioni tecniche quali la definizione del mercato e la concorrenza potenziale.

Tra gli auspici dei firmatari del *Manifesto* potrebbero esserci una modifica del SIEC test e dei requisiti della c.d. *efficiency defence*, finora mai invocata con successo per evitare una decisione di divieto, all'insegna di una maggior valorizzazione delle considerazioni di interesse generale nell'ambito del *merger control*.²⁶⁶

Infine, il *Manifesto* raccomanda alla Commissione di prendere maggiormente in considerazione il controllo statale e le sovvenzioni pubbliche di cui le imprese straniere del settore possano beneficiare. Nel contesto di Alstom-Siemens, dove il più importante player globale, di cui la Commissione ha disconosciuto il ruolo di concorrente quantomeno potenziale, era cinese, sembra probabile che i

²⁶³ MODRAL, SEUSTER, *Siemens/Alstom Revives Debate on Public Interest Considerations in EU Merger Review*, in *Informaconnect.com*, 15 Marzo 2019. Gli autori affermano che sebbene il Manifesto non fornisca dettagli, questa idea sembra basarsi sulle attuali procedure di diritto tedesco che consentono al Ministro dell'Economia di intervenire in casi di fusione per motivi di interesse pubblico.

²⁶⁴ Basato sulla *Comunicazione della Commissione sulla definizione del mercato rilevante ai fini dell'applicazione del diritto comunitario in materia di concorrenza*.

²⁶⁵ *Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali*, § 74.

²⁶⁶ In questo senso MODRAL, SEUSTER, *op. cit.*

governi francese e tedesco intendano richiedere un maggior riconoscimento di come la proprietà e/o le sovvenzioni statali possano rendere un concorrente reale o potenziale un vincolo concorrenziale più importante di altri fattori, come le quote di mercato.²⁶⁷

²⁶⁷ Va rilevato che ai sensi degli orientamenti orizzontali la Commissione dispone già di un ampio potere discrezionale di considerare fattori diversi dalle quote di mercato che possono rendere un concorrente effettivo o potenziale un vincolo competitivo effettivo per le parti coinvolte nella concentrazione.

3.5 Le considerazioni di interesse generale nel *merger control* e le reazioni al *Manifesto*.

La mancata autorizzazione della proposta di fusione Alstom-Siemens e la pubblicazione, a stretto giro, del *Manifesto franco-tedesco*, contenente, *inter alia*, delle proposte di riforma di alcuni aspetti del *merger control* eurounitario, hanno ravvivato lo storico dibattito sul ruolo che le considerazioni di interesse generale debbano svolgere nel controllo delle concentrazioni dell'UE, reso quanto mai attuale da un contesto internazionale segnato da una profonda incertezza, peraltro acuita dagli effetti della pandemia di Covid 19, sulla capacità dell'industria europea di resistere alla concorrenza proveniente dai colossi industriali extraeuropei.

Il vero fulcro di questo dibattito è se il *consumer welfare* rimanga la lente appropriata attraverso la quale valutare le concentrazioni, o se sia necessario considerarne maggiormente il potenziale impatto su obiettivi di interesse generale più ampi, come la politica industriale o commerciale, la cui valutazione, negli ultimi decenni, è stata marginalizzata.²⁶⁸

Nell'ambito dei negoziati che portarono all'adozione del Reg. 4064/1989, le discussioni più accese furono tra coloro i quali erano favorevoli a un test basato esclusivamente sulla concorrenza e coloro che esortavano a tenere esplicitamente conto di considerazioni sociali, industriali e occupazionali.

Alla fine, prevalse la posizione dei primi: in base all'attuale quadro normativo, la Commissione deve valutare le operazioni notificate sulla base di uno standard neutro, verificando, come visto, se l'operazione possa ostacolare in modo significativo una concorrenza effettiva, in particolare creando o rafforzando una posizione dominante.

La Direzione generale per la Concorrenza non è autorizzata a contemplare considerazioni di interesse generale nel valutare le concentrazioni di dimensione eurounitaria, salvo il riferimento da parte dell'art. 2, Reg.139/2004 alla necessità di tener conto "dell'evoluzione del progresso tecnico ed economico purché essa sia a vantaggio del consumatore e non costituisca impedimento alla concorrenza".²⁶⁹

L'art. 21, paragrafo 4 del Reg.139/2004, consente, peraltro, agli Stati membri, a fronte della competenza esclusiva della Commissione a valutare le concentrazioni di dimensione eurounitaria, di adottare opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal Regolamento stesso e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del

²⁶⁸ MELLOTT, CIRIC, *Public Interest in Merger Control: The Lay of the Land*, in *The Antitrust Bulletin* 2020, Vol. 65(2) 208-226.

²⁶⁹ Come rilevato da MODRAL, SEUSTER, *op. cit.*, alla base di questo approccio vi è il timore degli Stati membri che la DG per la Concorrenza sarebbe stata, altrimenti, indebitamente esposta ad influenze politiche.

diritto comunitario (quali, ad esempio, la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione e le norme prudenziali).²⁷⁰

Tale potere ha carattere eminentemente “difensivo”, consentendo ai Paesi membri di attivarsi per bloccare una proposta di concentrazione per ragioni di interesse generale, ma non anche, all’opposto e simmetricamente, di autorizzare una concentrazione con una dimensione comunitaria per le stesse ragioni. È, infatti, una caratteristica peculiare del Regolamento sulle concentrazioni il fatto che esso non conferisca agli Stati membri alcun potere per tutelare in modo proattivo propri interessi di politica industriale, in virtù del rischio che da ciò scaturisca una riduzione complessiva del benessere dei consumatori pur analoga a quella derivante dal potere di bloccare, per gli stessi motivi di interesse generale, una concentrazione con una dimensione comunitaria.²⁷¹

Sotto questo aspetto sussiste un’evidente asimmetria rispetto a quanto previsto dalle normative in materia di controllo delle concentrazioni di numerosi Paesi membri, le quali attribuiscono al governo il potere di intervenire, per motivi di interesse generale, sulle decisioni di vietare operazioni di concentrazione assunte delle rispettive autorità antitrust nazionali.²⁷²

Alla luce del contesto appena descritto, sembrerebbe che alla base del *Manifesto* e, in generale, dello scontento politico generato dalla decisione di proibire il *merger* Alstom-Siemens vi sia una più ampia insoddisfazione per l’assetto complessivo della disciplina eurounitaria sul controllo delle concentrazioni, tacciata di non riflettere più la realtà economica di molte imprese europee, che devono ora affrontare ostacoli alla crescita senza precedenti (tra cui la concorrenza sleale e distorsiva del mercato da parte di imprese, quali quelle cinesi, beneficiarie di aiuti statali e la mancanza di reciprocità nei regimi di accesso ai mercati) e che, pertanto, stanno perdendo terreno in diversi settori economici individuati dalla stessa Commissione come vitali per la futura crescita economica.²⁷³

Oggetto di critica è, in particolare, il fatto che la normativa eurounitaria non consenta quel doppio vaglio (antitrust e, eventualmente, “politico”) altresì previsto, come detto, in molti ordinamenti europei.

²⁷⁰ In quanto eccezione al principio generale della competenza esclusiva della Commissione in materia di concentrazioni di dimensione comunitaria, l’articolo 21, paragrafo 4, deve essere interpretato in modo restrittivo e le misure invocate dagli Stati membri devono essere proporzionate e compatibili con il diritto UE.

²⁷¹ NOURRY, RABINOWITZ, *European champions: what now for EU merger control after Alstom-Siemens ?* in *European Competition Law Review*, 2020, 41(3), 116-124.

²⁷² Tra di esse si annoverano le normative di Spagna, Francia, Germania e Italia. Per ciò che concerne specificamente l’Italia, l’art. 25 delle Legge 287/1990 attribuisce al Governo, e in particolare al Consiglio dei Ministri, il potere di determinare in linea generale e preventiva i criteri sulla base dei quali l’Autorità può eccezionalmente autorizzare, per rilevanti interessi generali dell’economia nazionale nell’ambito dell’integrazione europea, operazioni di concentrazione altrimenti vietate, sempreché esse non comportino l’eliminazione della concorrenza dal mercato o restrizioni alla concorrenza non strettamente giustificate.

²⁷³ NOURRY, RABINOWITZ, *op. cit.*

La proposta, formalizzata nel *Manifesto*, di affidare al Consiglio un potere di *overruling* rispetto alle decisioni di divieto assunte dalla Commissione, volto a salvaguardare la competitività delle imprese europee nel contesto internazionale, sembrerebbe, pertanto, ispirarsi al modello di *merger control* “a due fasi” contemplato in diversi ordinamenti nazionali.

Tale modello sembra tuttavia incompatibile con l’assetto istituzionale dell’UE, nel quale la Commissione non è affatto l’equivalente di un’autorità antitrust nazionale, né il Consiglio è l’equivalente di un governo nazionale.²⁷⁴

Un possibile riferimento nei Trattati cui la proposta franco-tedesca potrebbe ispirarsi è costituito dall’art. 108, paragrafo 2 TFUE in materia di aiuti di Stato, il quale, in deroga alla competenza esclusiva della Commissione a verificare la compatibilità degli aiuti di Stato col mercato interno, autorizza il Consiglio a vietare, in circostanze eccezionali, un aiuto di Stato, con contestuale sospensione della procedura di verifica eventualmente già intrapresa dalla Commissione.

Tuttavia, mentre l’intervento del Consiglio previsto dal *Manifesto* sarebbe successivo alla decisione della Commissione di vietare la concentrazione, la procedura di cui all’articolo 108 TFUE può essere avviata solo nel periodo intercorrente tra l’inizio e la conclusione dell’indagine formale da parte della Commissione.

In questo senso, un possibile compromesso potrebbe consistere nell’apportare dei correttivi alla proposta franco-tedesca, attuandone una versione riadattata che trasformi il diritto di veto in un diritto “procedurale”, in forza del quale, in circostanze eccezionali - quali potrebbe ritenersi l’attuale contesto competitivo internazionale, caratterizzato da distorsioni e squilibri - le parti interessate ad un’operazione di concentrazione oggetto di riesame da parte della Commissione possono, fin quando la Commissione non abbia deliberato in merito alla stessa, richiedere che la relativa competenza passi in capo al Consiglio.²⁷⁵

Un’ulteriore soluzione, che si collocherebbe nella direzione, auspicata dai firmatari del *Manifesto*, di ridefinire il bilanciamento tra le esigenze di tutela della concorrenza e quelle di politica industriale, potrebbe essere²⁷⁶ di “rispolverare” la proposta di Regolamento della Commissione del 25 aprile 1988²⁷⁷, la quale affidava alla Commissione il potere di autorizzare quelle operazioni di

²⁷⁴ In tal senso, *Alstom Siemens: Editorial Comment*, cit., p.337. Gli autori rilevano come, da un lato, la Commissione, a differenza del Consiglio e degli stessi regolatori nazionali, possa essere chiamata a rispondere al Parlamento delle proprie decisioni, mentre, dall’altro, lo stesso Consiglio non appaia un arbitro affidabile nel dirimere un conflitto tra istanze di concorrenza e di politica industriale, essendo composto da rappresentanti degli Stati membri che, come tali, adotteranno differenti posizioni in relazione all’operazione in ragione dei rispettivi interessi nazionali rispetto alla stessa.

²⁷⁵ NOURRY, RABINOWITZ, *op. cit.*

²⁷⁶ Si veda, in tal senso, *Alstom Siemens: Editorial Comment*, cit., p.338.

²⁷⁷ Proposta modificata di regolamento (CEE) del Consiglio sul controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese, in G.U. 1988, C 130/4.

concentrazione che “contribuiscono alla realizzazione degli obiettivi fondamentali del trattato, in particolare al miglioramento della produzione e della distribuzione, alla promozione del progresso tecnico o economico o al miglioramento della struttura della concorrenza all'interno del mercato comune, tenendo conto della competitività delle imprese interessate rispetto alla concorrenza internazionale e dell'interesse dei consumatori, sempreché: a) non impongano alle imprese interessate restrizioni che non siano indispensabili per realizzare la concentrazione e b) non diano alle imprese interessate la possibilità di eliminare la concorrenza per una parte sostanziale dei prodotti o servizi in questione”.

Tale proposta non è mai entrata in vigore, *in primis* a causa dell'opposizione di Regno Unito e Germania, che volevano che la valutazione della Commissione fosse incentrata sulla tutela della concorrenza e del benessere dei consumatori.

Oggi, tuttavia, le mutate condizioni politiche - il Regno Unito non fa più parte dell'UE, mentre la Germania spinge per attribuire un maggior peso agli obiettivi di politica industriale nell'ambito del *merger control* – potrebbero favorire una riproposizione di questo modello.²⁷⁸

Pur a fronte di alcune voci favorevoli a prendere in considerazione una riforma del *merger control* nella direzione tracciata dall'asse franco-tedesco, salvo apportare i correttivi necessari a renderla maggiormente compatibile col diritto eurounitario²⁷⁹, sia in dottrina che presso la comunità economica ha prevalso una reazione fredda, se non del tutto negativa, al *Manifesto* franco-tedesco, in particolare alla proposta di introdurre un “diritto di appello” al Consiglio contro le decisioni di divieto adottate dalla Commissione.

La critica principale a tale proposta è costituita dal rischio che un simile meccanismo possa determinare delle interferenze politiche nel procedimento di controllo delle concentrazioni.

Come rilevato da Nicholas Levy, David R. Little e Henry Mostyn²⁸⁰, l'introduzione di un *overruling* del Consiglio sul procedimento decisionale in materia di *merger control* rischierebbe di sostituire all'analisi tecnica e indipendente della Commissione un processo decisionale politico, minando quella trasparenza e quella coerenza che hanno caratterizzato il controllo delle concentrazioni nell'UE per 30 anni.

Un *merger control* soggetto a influenza politica solleverebbe, secondo gli autori, “questioni significative che potrebbero mettere a repentaglio la reputazione duramente conquistata dalla Commissione per la coerenza, l'obiettività e la solidità del processo decisionale.”

²⁷⁸ *Alstom Siemens: Editorial Comment, cit.*, p.338.

²⁷⁹ Ad esempio, rivisitandola, come visto, sul modello dell'art. 108, par. 3 TFUE o della Proposta della Commissione del 1988.

²⁸⁰ LEVY, LITTLE, MOSTYN, *European Champions – Why politics should stay out of EU merger control*, 2 *Concurrences* 27, 2019.

In primis, essi osservano come la proposta ridurrebbe la prevedibilità e la certezza del diritto, sottolineando come, in 30 anni, la Commissione abbia reso decisioni in quasi 7.000 casi, perfezionando i suoi strumenti analitici, valutando oggettivamente le prove disponibili e creando un sostanziale *corpus* di precedenti, la cui esistenza, insieme alla coerenza del quadro analitico, consente agli operatori del diritto di prevedere con un ragionevole grado di certezza l'approccio della Commissione a una serie di questioni, tra cui la definizione del mercato e la valutazione sostanziale. In questo senso, l'introduzione di un potere di approvazione politica minerebbe inevitabilmente il valore dei precedenti della Commissione e creerebbe incertezza, scoraggiando le fusioni che potrebbero avvantaggiare i consumatori e l'economia in generale.

Inoltre, è probabile che i governi, essendo privi della competenza tecnica propria degli specialisti della Commissione e perseguendo, spesso, il consenso elettorale immediato, guardino agli effetti a breve termine di una concentrazione - come l'impatto immediato sull'occupazione locale - a scapito di considerazioni di più lungo periodo, laddove, invece, sono normalmente gli effetti a lungo termine a costituire il più efficace *driver* della crescita economica e del benessere dei consumatori. Sullo sfondo si staglia il rischio che i politici si facciano influenzare dalle pressioni delle rispettive *constituencies* elettorali, che desiderano favorire i propri interessi rispetto all'interesse generale.

Nell'articolo si evidenzia poi come, garantendo alle imprese partecipanti alla fusione un diritto di appello contro le decisioni di divieto, basato su considerazioni di tipo politico, verrebbe meno l'incentivo a proporre rimedi in grado di rimuovere le preoccupazioni concorrenziali sollevate dalla Commissione.

Infine, la proposta contenuta nel *Manifesto* non spiega come il diritto di "appello" al Consiglio possa coordinarsi con l'attuale sistema di controllo giurisdizionale sulle decisioni della Commissione e, in particolare, se il ricorso al Consiglio sostituirebbe o, semplicemente, integrerebbe tale *judicial review*. A supporto dell'operato della Commissione si sono, inoltre, levate le voci di autorevoli giuristi ed economisti europei, tra cui quella del Prof. Massimo Motta, ex economista capo della Direzione Generale per la concorrenza della Commissione, firmatario, assieme ad altri studiosi, di una *Lettera aperta sui "campioni europei"*²⁸¹.

Gli autori della *Lettera* hanno espresso una forte preoccupazione per la pressione politica sulla Commissione europea nel contesto della fusione tra Siemens e Alstom e, in particolare, per le reazioni politiche alla mancata autorizzazione del *merger*.

²⁸¹ *Open letter by Massimo Motta and more than 40 European industrial economists on "European champions" and merger enforcement – More, not less competition is needed in Europe.*

Si legge nella *Lettera* che “la politica di concorrenza dovrebbe essere indipendente dalle interferenze politiche basate sugli obiettivi industriali europei e rispondere a considerazioni di efficienza e protezione del processo competitivo. L'argomentazione, secondo cui è sufficiente che due imprese si uniscano e aumentino di dimensioni per diventare più competitive sui mercati internazionali, è fallace. Siemens e Alstom sono già aziende leader nei mercati internazionali e come tali beneficiano già di importanti economie di scala.”

Con riguardo alla decisione di non autorizzare il *merger* Alstom-Siemens, gli autori sottolineano come decisiva sia stata la totale assenza di spiegazioni “del perché la loro unione dovrebbe dare luogo a significativi incrementi di efficienza”, in assenza dei quali “l'eliminazione della concorrenza tra Siemens e Alstom potrebbe aumentare i profitti, ma non renderebbe la società fusa più competitiva sui mercati internazionali e danneggerebbe i suoi clienti, come gli operatori ferroviari e i gestori dell'infrastruttura ferroviaria, costretti probabilmente a pagare prezzi più alti e godere di meno innovazione e qualità, e in definitiva i consumatori finali”.

Infatti, “le disposizioni del diritto della concorrenza non impediscono la formazione di campioni nazionali o europei, purché una fusione produca sinergie e complementarità tra le imprese coinvolte sufficientemente forti. La Commissione europea vieta le concentrazioni solo in rare occasioni, quando gli effetti anticoncorrenziali previsti per gli acquirenti e i consumatori sono significativi e non sono probabili guadagni di efficienza compensativi.”

In definitiva, gli autori ritengono necessario un “enforcement maggiore e più risoluto del diritto antitrust, che risponda solo a criteri di efficienza imparziali e non all'opportunismo politico.”

Le posizioni espresse nella *Lettera* sono ribadite da Massimo Motta e Martin Peitz in un recente *paper*²⁸², nel quale essi, più in generale, sostengono l'esigenza di una riforma della disciplina eurounitaria sul controllo delle concentrazioni che vada in una direzione del tutto diversa da quella auspicata nel *Manifesto*.

Anzitutto, essi ribadiscono che non vi è nulla nel *merger control* eurounitario che impedisca la creazione di campioni europei, a condizione che la fusione determini sinergie e guadagni di efficienza tali da compensare gli effetti restrittivi (anche solo unilaterali, come nel caso di specie) determinati dalla stessa.²⁸³

²⁸² MOTTA, PEITZ, *Challenges for EU merger control*, Marzo 2019.

²⁸³ Secondo Motta e Peitz, quindi, la fusione Siemens-Alstom, non comportando significativi incrementi di efficienza, difficilmente potrà dar vita ad un campione europeo più competitivo, rivelandosi un classico caso di fusione che danneggia i consumatori finali europei. Rispetto all'obiezione per cui, essendo le due imprese in concorrenza anche sui mercati internazionali, l'entità risultante dalla fusione sarebbe stata più competitiva su tali mercati, gli autori osservano come, a ben vedere, l'unico caso in cui il controllo delle concentrazioni europee potrebbe essere in contrasto con l'obiettivo di creare un campione europeo maggiormente competitivo sui mercati internazionali, potrebbe essere quello in cui la fusione comporti degli *efficiency gains* tali da rendere l'entità risultante dalla fusione più competitiva sui mercati mondiali ma non abbastanza forte da compensare i danni per i consumatori europei.

Lungi dal ritenere che sia opportuno un “rilassamento” delle regole attuali in materia di *merger control* per favorire la nascita di campioni europei, Motta e Peitz ravvisano, altresì, un problema di *under-enforcement* in materia di controllo delle concentrazioni.

A supporto di questa tesi, essi invocano il fatto che, a fronte di circa 7000 operazioni di concentrazione scrutinate dalla Commissione dall’entrata in vigore del Reg. 4064/1989, il totale delle decisioni di divieto è stato pari soltanto a 29.

Gli autori ritengono, in particolare, che alla base del basso numero di decisioni di divieto vi sia il fatto che la Commissione si trovi in una posizione svantaggiata per ciò che concerne l’onere della prova.

Al fine di accrescere il grado di *enforcement* delle operazioni di concentrazione, Motta e Peitz propongono, allora, di invertire l’onere della prova che l’operazione sia incompatibile con il mercato comune, attualmente gravante sulla Commissione, ponendolo in capo alle imprese partecipanti alla fusione.²⁸⁴

Al di là di una reazione, come visto, complessivamente critica verso la proposta cardine del *Manifesto*, da più angoli del mondo accademico ed economico²⁸⁵ si è levata la richiesta che la Commissione adotti un nuovo approccio nei confronti delle imprese europee, che non impedisca ad esse di aggregarsi in modo da competere più efficacemente a livello globale.

In particolare, si invoca un adattamento del *merger control* e, più in generale, del *framework* normativo eurounitario agli sviluppi dei mercati e della concorrenza, che rendono necessario attribuire un peso sempre maggiore al contesto del mercato globale nel valutare determinate concentrazioni, sottolineandosi, inoltre, la necessità di un cambiamento metodologico nella valutazione di tali operazioni, che consenta di contemperare al meglio gli eventuali effetti negativi immediati che da esse discendono con i benefici a lungo termine per i consumatori.

Infine, si individua nella riforma delle regole in materia di aiuti di Stato e di sussidi stranieri lo strumento più adatto per livellare il “campo di gioco” internazionale.

Il limite delle attuali regole sarebbe rappresentato dal fatto che le stesse sono state stabilite per assicurare condizioni di parità all’interno dell’UE, senza tuttavia garantire un *level playing field* per le imprese europee anche a livello internazionale.

In tal senso, anche la Tavola Rotonda Europea degli Industriali, importante punto di riferimento per la comunità imprenditoriale, pur ribadendo l’inopportunità di un maggiore coinvolgimento politico

²⁸⁴ Per dimostrare che un’operazione di concentrazione è incompatibile col mercato comune, e pertanto vietarla, la Commissione necessita di dati ed informazioni che sono in possesso delle imprese che partecipano alla fusione, le quali possono non trasmettere o trasmettere in modo incompleto o tardivo tali informazioni alla Commissione. L’inversione dell’*onus probandi* offrirebbe alle società l’incentivo ad utilizzare tutte le informazioni in loro possesso per dimostrare che la concentrazione non è anticoncorrenziale.

²⁸⁵ Si veda, tra gli altri, il *Position Paper* di Business Europe “*Improving EU Competition and State Aid Policy*”, 4 settembre 2019.

nelle decisioni relative alle concentrazioni, ha evidenziato la necessità di ridefinire le regole europee per affrontare le distorsioni del mercato e gli svantaggi competitivi creati dalle aziende extraeuropee sussidiate o controllate da Stati stranieri.²⁸⁶

²⁸⁶ Tavola Rotonda Europea degli Industriali, “*Competing at Scale: EU Competition Policy fit for the Global Stage*”.

3.6 Recenti sviluppi: tra prospettive di riforma e dossier aperti.

Nel corso del suo primo mandato (2014-2019), la commissaria alla concorrenza Vestager ha in più occasioni ribadito come il suo compito sia di tutelare la concorrenza e i consumatori e garantire che le imprese competano sulla base dei propri meriti e come, in questa prospettiva, non sia possibile costruire dei campioni industriali europei attraverso fusioni che danneggino la concorrenza.

L'idea che le norme eurolunitarie impediscano alle società europee di crescere nella misura necessaria a competere a livello globale è stata, negli ultimi anni, sempre rigettata dalla Commissione, che, in un report²⁸⁷ successivo alla vicenda Alstom-Siemens, ha affermato che “l'allentamento del controllo delle concentrazioni o della normativa in materia di aiuti di Stato non rappresenta una panacea per le presunte debolezze e la competitività dell'industria europea e comporta rischi significativi, soprattutto laddove si traduca nell'autorizzazione di operazioni anticoncorrenziali”.

Con l'insediamento della nuova Commissione presieduta da Ursula Von Der Leyen, tuttavia, sembra prospettarsi, quantomeno *in nuce*, un cambio di prospettiva e una sensibilità maggiore che in passato per le istanze di competitività delle imprese europee, mai tanto forti, peraltro, quanto in una fase storica, come quella attuale, in cui le preesistenti debolezze delle stesse sono acuite dalle conseguenze economiche del Coronavirus.

Sin dal suo insediamento, la neopresidente della Commissione ha dichiarato che le politiche di concorrenza devono costituire una leva del rafforzamento dell'industria europea sia a livello interno che nel mondo, giocando un ruolo fondamentale nella strategia industriale europea.

In particolare, Von der Leyen ha affermato che la competitività delle imprese europee dipende dall'instaurazione di un *level playing field* che fornisca ad esse l'incentivo a investire, innovare e crescere e che, in tal senso, occorre sviluppare degli strumenti e delle politiche per contrastare gli effetti distorsivi del mercato interno causati dalla proprietà e dalle sovvenzioni statali ad imprese extraeuropee.

Ponendosi sulla linea direttrice tracciata dalla presidente della Commissione, la Commissaria Vestager, confermata alla guida della Direzione Generale per la Concorrenza, ha da subito fissato tra gli obiettivi del suo secondo mandato quello attualizzare le regole europee in modo da realizzare un compromesso tra le posizioni franco-tedesche e le istanze di tutela dei consumatori, di cui è stata rigorosa guardiana nel suo primo mandato, dichiarando di voler proteggere i “campioni europei” dalla

²⁸⁷ European Political Strategy Centre report intitolato *EU Industrial Policy After Siemens-Alstom: Finding a New Balance Between Openness and Protection*, 18 Marzo 2019, p.7.

concorrenza “sleale” e distorsiva del mercato esercitata dalle grandi imprese extraeuropee spesso oggetto di sovvenzioni statali in madre patria.

Nell’ambito della conferenza annuale *Chillin’ Competition*, tenutasi a Bruxelles il 9 dicembre scorso, Vestager ha tenuto un discorso che può considerarsi una sorta di vero e proprio manifesto programmatico, in cui ha annunciato l’intenzione di rivedere ed aggiornare l’approccio della Commissione alla definizione del mercato rilevante (in particolare geografico).

Muovendo dal presupposto che fenomeni quali l’aumento del commercio globale, anche con i principali mercati emergenti, la progressiva eliminazione degli ostacoli nazionali al commercio all’interno del mercato unico, la digitalizzazione e l’ascesa di nuovi *players* in importanti settori hanno modificato, se non stravolto, la realtà dei mercati rispetto al 1997, anno a cui risale la “*Comunicazione sulla definizione del mercato rilevante*”²⁸⁸, la commissaria ha affermato che è necessario rivedere tale *Comunicazione*, per “essere sicuri che le linee guida fornite dalla Commissione siano aggiornate e definiscano un approccio chiaro e coerente alla definizione del mercato in un modo facilmente accessibile, dando a tutte le parti interessate la possibilità di esporre le proprie opinioni durante il processo di revisione”.

Dimostrando una maturata consapevolezza di come i mercati stiano mutando sempre più rapidamente e acquisendo una dimensione sempre più globale, Vestager mostra un’apertura verso le critiche franco-tedesche all’attuale approccio della Commissione, relative in particolare ad una valutazione del potere di mercato delle imprese (risultanti dalla fusione) che, rimanendo circoscritta al solo mercato europeo o a parti di esso, sembrerebbe non tener conto di un contesto competitivo ormai sempre più globalizzato, impedendo la nascita di campioni europei e offrendo ai giganti stranieri un vantaggio innegabile.

La definizione del mercato è funzionale a identificare i confini della concorrenza tra imprese. Una corretta definizione del mercato rilevante permette, infatti, di individuare i concorrenti effettivi che vincolano le decisioni commerciali delle imprese coinvolte nella concentrazione, come quelle relative ai prezzi da praticare, consentendo di calcolare le quote di mercato e, tramite esse, valutare il potere di mercato delle imprese interessate.

Riflettendo le realtà del mercato, che si evolvono nel tempo, è opportuno che le definizioni di mercato della Commissione siano, a loro volta, continuamente aggiornate.

²⁸⁸ Si evidenzia, al riguardo, il fatto che, se nel 2002-2003 circa metà delle decisioni comunitarie nel campo della concorrenza guardavano al mercato unico o oltre il mercato unico, nel 2017-2018, per via del processo di globalizzazione, tale quota è salita a oltre due terzi del totale.

Pur lasciando intravedere la possibilità di tenere conto molto di più, in futuro, del contesto competitivo internazionale²⁸⁹, la responsabile della Concorrenza ribadisce, tuttavia, che “non ha molto senso stabilire una regola generale per ogni mercato, per esempio dire che tutti i mercati sono diventati globali”, occorrendo, altresì, continuare a svolgere un’analisi caso per caso che tenga conto delle specifiche caratteristiche dei singoli mercati.

I recenti annunci della Commissaria alla concorrenza non hanno affievolito le pressioni degli Stati membri che spingono per una riforma del *merger control*.

Il 4 febbraio scorso, i ministri dell’industria di Francia, Germania, Polonia e Italia hanno scritto una lettera²⁹⁰ alla Commissaria Vestager per chiedere di modernizzare le regole in materia di controllo delle concentrazioni.

Riconosciuto che le politiche comunitarie di concorrenza hanno svolto un ruolo essenziale nello sviluppo del mercato unico e che un *enforcement* efficace della disciplina sul controllo delle concentrazioni è essenziale affinché le imprese siano incentivate a innovare e ad accrescere la propria produttività, i ministri firmatari hanno osservato come la continua evoluzione dei mercati richieda un adattamento nel tempo delle politiche di concorrenza perché le stesse si mantengano efficaci.

In particolare, i quattro ministri hanno ribadito che la natura della concorrenza globale è cambiata e le società europee devono spesso competere con imprese straniere che beneficiano di un sostanziale sostegno statale o di mercati domestici protetti.

Ciò comporta la necessità di aggiornare le linee guida della Commissione sulle concentrazioni orizzontali e sulla definizione del mercato rilevante e di un approccio più flessibile alla valutazione delle concentrazioni, che tenga conto dell’intervento statale a favore delle imprese extraeuropee come un fattore che incide sulla concorrenza nel mercato unico.

In tal modo, si intende assicurare alle imprese europee un *level playing field* rispetto agli operatori extraeuropei, ciò che passa anche attraverso un atteggiamento più “aperto” della Commissione verso la creazione di “campioni europei” in grado di competere ad armi pari con i giganti stranieri, sia nell’UE, sia sui mercati esteri.

Infine, i firmatari chiedono alla Commissione una maggior chiarezza per ciò che concerne le tipologie di *efficiency gains* e, più in generale, circa le considerazioni di politica industriale prese in esame nell’ambito del controllo delle concentrazioni.

²⁸⁹ Vestager rileva in tal senso che “la crescente facilità del commercio globale, insieme al potere della digitalizzazione, può rendere più semplice per i clienti trarre vantaggio da mercati veramente globali”.

²⁹⁰ Pubblicata e consultabile sul portale Politico.eu.

La lettera, pur ribadendo, in larga parte, posizioni già affermate nel *Manifesto franco-tedesco*, non contiene più alcun riferimento ad un controllo politico degli Stati membri (attraverso il Consiglio) sulle decisioni della Commissione, che era forse l'aspetto più criticabile (e criticato) del *Manifesto*.

Il discorso programmatico del commissario Vestager del dicembre scorso e la lettera appena citata dimostrano come le distanze tra le posizioni - della Commissione, concentrata prevalentemente sulla tutela della concorrenza e dei consumatori, da un lato, di alcuni Stati membri, favorevoli ad aggregazioni che rafforzino la competitività dell'industria europea, dall'altro - sembrano essersi ridotte.

La riforma annunciata da Vestager sembra muoversi nella direzione auspicata dai governi di Francia, Germania e, più di recente, anche Polonia e Italia²⁹¹.

Coerentemente con gli annunci, il 26 giugno scorso la Commissione ha avviato una consultazione pubblica degli *stakeholders*, destinata a protrarsi fino al 9 ottobre, in merito all'aggiornamento del "*Market definition notice*".

La Commissione ha dichiarato che "le informazioni raccolte attraverso la consultazione pubblica forniranno parte delle prove da utilizzare nella valutazione" e che essa "svolgerà inoltre ricerche circa le *best practices* in materia di definizione del mercato, scambiando opinioni con le autorità nazionali garanti della concorrenza all'interno e all'esterno dell'UE e impegnandosi in modo proattivo con esperti e parti interessate".

La consultazione rappresenta il punto di partenza di un percorso che, negli auspici dei sostenitori della necessità di una riforma, porterà a rivedere quegli aspetti del controllo delle concentrazioni, quali una definizione del mercato rilevante troppo "ristretta", che necessitano di un aggiornamento per tener conto del mutato contesto competitivo.

L'iniziativa segue a stretto giro la pubblicazione, il 17 giugno scorso, di un *White Paper*²⁹² relativo ai sussidi dei Paesi terzi alle proprie imprese che operano nel mercato UE, il quale ha inaugurato un periodo di consultazione pubblica²⁹³ in merito all'introduzione di nuovi strumenti per affrontare gli effetti distorsivi causati dalle sovvenzioni estere nel mercato unico.

Il contrasto alla concorrenza "sleale" esercitata da imprese, *in primis* cinesi, sussidiate da Paesi terzi, assieme ad una ridefinizione di alcuni aspetti del controllo delle concentrazioni volta a favorire la nascita di aggregati europei, sembrano costituire le direttrici fondamentali della strategia attraverso

²⁹¹ L'adesione dell'Italia si spiega prevalentemente, come si vedrà, con l'interesse della stessa all'autorizzazione della fusione Fincantieri-Chantiers de l'Atlantique.

²⁹² *LIBRO BIANCO* relativo all'introduzione di pari condizioni di concorrenza in materia di sovvenzioni estere, consultabile al link: https://ec.europa.eu/competition/international/overview/foreign_subsidies_white_paper_it.pdf.

²⁹³ Aperta fino al 23 settembre.

cui la nuova Commissione intende promuovere la competitività delle imprese europee, rispondendo alle sollecitazioni provenienti, come visto, da un numero sempre maggiore di Paesi membri.

Mentre si discutono le nuove regole, diverse sono le operazioni di concentrazione che attendono di essere esaminate e che possono essere intese, in un certo senso, come un primo importante banco di prova per verificare se l'approccio della Commissione verso la nascita di "campioni europei" stia davvero cambiando.

Il dossier forse più importante, ormai da mesi sul tavolo della Commissione, riguarda la proposta di acquisizione di Chantiers de l'Atlantique²⁹⁴ da parte di Fincantieri²⁹⁵.

Nel corso dell'esame preliminare (c.d. fase I), la Commissione ha maturato il timore che la fusione avrebbe potuto rimuovere, con Chantiers de l'Atlantique, un'importante forza competitiva in un mercato già concentrato e caratterizzato da importanti barriere all'ingresso, legate alla natura molto complessa della costruzione di navi da crociera.

Reputando, inoltre, improbabile un ingresso tempestivo e credibile da parte di altri costruttori navali che potesse contrastare i possibili effetti anticoncorrenziali della fusione, la Commissione ha ritenuto che il *merger* avrebbe potuto ridurre in modo significativo la concorrenza nel mercato della costruzione di navi da crociera e, pertanto, il 30 ottobre 2019 ha avviato un'indagine approfondita sull'operazione.

A sostegno della necessità di approvare il *merger* giocano considerazioni analoghe a quelle che hanno caratterizzato il dibattito sulla fusione (poi bloccata) tra Alstom e Siemens.

L'accento è sulla necessità di consentire ai costruttori europei di accrescere le proprie dimensioni, garantendone la competitività al di là delle frontiere del mercato unico in un contesto in cui gli armatori mondiali assumono dimensioni sempre maggiori, come dimostra la recente aggregazione tra *China Shipbuilding Industry Company* e *China State Shipbuilding Corporation*, che ha permesso la nascita della *China Shipbuilding Group Corporation*, attualmente il più grande gruppo navalmeccanico del mondo con il 20% della quota del mercato mondiale.

Lo stesso governo italiano si è speso attivamente per il buon esito dell'operazione, come attesta la firma apposta in calce alla lettera rivolta, il 4 febbraio scorso, alla Commissaria Vestager, in cui si chiede, come visto, di rivedere la disciplina eurounitaria sul controllo delle concentrazioni.

²⁹⁴ Chantiers de l'Atlantique è una società francese di costruzioni navali con sede a Saint-Nazaire, la maggior parte del cui capitale è detenuto dallo Stato francese attraverso l'*Agence des participations de l'État* (agenzia azionaria del governo francese). Chantiers de l'Atlantique è principalmente attiva nella progettazione e costruzione di navi passeggeri. Fornisce inoltre servizi agli armatori.

²⁹⁵ Fincantieri è un gruppo italiano di costruzioni navali, la maggior parte del cui capitale è detenuto da *Cassa depositi e prestiti*, a sua volta di proprietà dello Stato italiano. Il gruppo Fincantieri è principalmente attivo nella progettazione e costruzione di navi mercantili, navi militari e navi offshore specializzate di fascia alta. Fornisce inoltre servizi agli armatori e progetta e produce attrezzature meccaniche. Fincantieri è il più grande costruttore navale d'Europa.

Il dossier è stato, inoltre, al centro di un incontro, lo scorso febbraio, tra il Presidente del Consiglio italiano Giuseppe Conte e la presidente della Commissione Ursula von der Leyen, in cui Conte ha ribadito come sia un errore impedire la nascita di campioni industriali in virtù della pedissequa applicazione alle operazioni di concentrazione di norme elaborate in un contesto totalmente diverso, caratterizzato dall'assenza di un mercato globale come quello attuale.

L'esito della *in-depth investigation* era atteso per metà aprile. Il 13 marzo scorso, tuttavia, la Commissione ha sospeso le sue indagini in ragione della difficoltà a comprendere quali possano essere le ricadute nel lungo periodo della crisi da Covid 19 su un mercato, quello della cantieristica navale, profondamente segnato dagli effetti della pandemia e del *lockdown* che ne è derivato.

Il clima di incertezza generalizzata causato dalla pandemia di Coronavirus ha quindi reso ancor più complicata la valutazione antitrust di un'operazione già di per sé delicata per i motivi anzidetti, la cui approvazione rappresenterebbe il segnale di un mutato approccio della Commissione al *merger control*, più attento alle esigenze di crescita e rafforzamento delle società europee.

3.7 Considerazioni finali.

Alla luce di quanto visto, una riforma del *merger control*, quantomeno in forma di aggiornamento del *Market definition notice*, volta a favorire i processi di aggregazione tra imprese europee e la nascita di campioni industriali, appare imminente.

Di certo vi è che è in atto una profonda riflessione sulle regole europee, dettata dall'esigenza di salvaguardare il mercato interno senza impedire all'industria UE di dotarsi di campioni in grado di competere sui mercati globali.

È indubbio che alcuni aspetti del controllo sulle concentrazioni necessitino di essere aggiornati, soprattutto per quanto concerne la definizione del mercato rilevante geografico, rispetto al quale è opportuno adottare un approccio che consenta di tenere in maggior considerazione l'impatto sul mercato unico dei processi di apertura ed integrazione dei mercati a livello globale che hanno caratterizzato gli ultimi due decenni.

In particolare, è necessario che la valutazione delle operazioni di concentrazione si basi su un'analisi ancor più attenta e di lungo periodo in merito al possibile ingresso nel mercato rilevante di nuovi attori extraeuropei, fattore suscettibile di controbilanciare il potere di mercato della società risultante dalla fusione.

È emblematico, in questo senso, come la previsione della Commissione Europea nel caso Alstom-Siemens, secondo la quale un ingresso tempestivo nel SEE del colosso cinese CRRC non appariva probabile, sia stata in breve tempo smentita dall'acquisizione (autorizzata dall'antitrust tedesco il 27 aprile scorso) da parte di CRRC della società tedesca Vossloh Locomotives GmbH, importante produttore europeo di locomotive da manovra, che ha consentito l'ingresso del gruppo cinese nel mercato europeo.

Un intervento del legislatore eurounitario per rendere più agevoli le concentrazioni e consentire il rafforzamento della competitività delle imprese europee attraverso la nascita di campioni industriali in grado di competere "ad armi pari" con i giganti americani e cinesi appare, quindi, indispensabile. Ciò, tuttavia, non deve significare che la Commissione europea possa o debba abdicare al proprio compito di guardiano della concorrenza e del *consumer welfare* in favore della promozione di obiettivi di politica industriale.

In tal senso, è da rigettare, anzi può dirsi già superata dai recenti sviluppi, la proposta contenuta nel *Manifesto franco-tedesco* di introdurre un meccanismo *overruling* politico, facente capo al Consiglio, rispetto alle decisioni di divieto assunte dalla Commissione.

Quel che si chiede alla Commissione europea è di aggiornare le proprie linee guida e, in generale, il proprio approccio alla valutazione delle operazioni di concentrazione in modo da conciliare la preservazione dell'assetto concorrenziale del mercato con le istanze di rafforzamento delle imprese europee in modo più adeguato al mutato contesto competitivo globale.

Tra i fattori che sono alla base della debolezza che caratterizza le imprese europee nei mercati internazionali, vi è l'assenza di un *level playing field* rispetto a grandi competitors internazionali come le società cinesi "*state backed*".

In quest'ottica, deve accogliersi con favore la nuova strategia industriale europea che sembra mostrarsi all'orizzonte, avente tra i suoi perni, come visto, un *merger control* più flessibile e l'introduzione di nuovi strumenti per affrontare gli effetti distorsivi causati dalle sovvenzioni estere nel mercato unico.

La pandemia di Coronavirus, e i devastanti effetti della stessa sulle economie europee, acuendo le debolezze delle imprese UE sembra destinata ad imprimere un'accelerazione ai cambiamenti in atto, rendendo ancora più indispensabile consentire il rafforzamento, anche per vie esterne, delle imprese europee, onde evitare che possano fallire o finire sotto il controllo di gruppi ed investitori stranieri.

In una dichiarazione congiunta del 18 maggio²⁹⁶, il Cancelliere tedesco Angela Merkel e il Presidente francese Emmanuel Macron hanno dichiarato che per superare l'attuale crisi sarà ancor più necessario puntare sulla creazione di campioni europei.

"Abbiamo visto che altri, sia gli Stati Uniti d'America, la Corea del Sud, il Giappone o la Cina, si sono affidati molto ai campioni globali, e credo che questo approccio sia la risposta necessaria. Non dobbiamo avere paura di avere dei campioni globali, ma dobbiamo lavorare per essi" - ha affermato Merkel.

Macron ha aggiunto: "se vogliamo la sovranità tecnologica, dovremo adattare il nostro diritto della concorrenza, che forse è stato troppo concentrato solo sul consumatore e non abbastanza sulla difesa dei campioni europei".

Sembra ormai chiaro che raggiungere un nuovo compromesso tra le diverse esigenze, che permetta il rafforzamento delle imprese europee preservando al contempo l'assetto concorrenziale del mercato, sia, mai quanto nell'attuale contesto, indifferibile.

²⁹⁶ A French-German Initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis.

BIBLIOGRAFIA

AIELLO, PISTOCCHI, *La nuova direttiva UE su trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere*, da *dirittobancario.it*, febbraio 2020.

BARTMAN, *10 Years Cross-Border Mergers Directive: Some Observations About EU Border Protection and Minority Exit Rights*, in *European Company Law Journal* 14, n. 6 (2017), pp. 214–216.

BECH-BRUUN/LEXIDALE, *Study on the application of the cross-border mergers directive* (settembre 2013).

BENEDETTELLI, *La fusione transfrontaliera*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Assago, 2007, 4.

BENEDETTI, *Operazioni transfrontaliere nelle società di capitali: le novità introdotte dalla direttiva UE 2019/2121*, in *Sistema Società*, 02/2019.

BINARD, SCHUMMER, *The Case for Further Flexibility in Matters of Cross-Border Corporate Mobility* in *European Company Law Journal* 16, no. 1 (2019), pp. 31–37.

CANELLI, *Le concentrazioni tra imprese nel diritto comunitario della concorrenza*, in *Magistra Banca e Finanza*, 2005.

CARDUCCI ARTENISIO, *Dall'armonizzazione minimale alla denazionalizzazione: la direttiva 2005/56/CE in materia di fusioni transfrontaliere*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008, I, 1194 ss.

DE LUCA (con Andrea Gentile e Fabio Schiavottiello), *Trasformazione transfrontaliera in Europa: prime considerazioni su Polbud*, in *Società*.

DE LUCA, *European Company Law*, Cambridge University Press, 2017.

DI SARLI, *La disciplina comunitaria sulla fusione transfrontaliera, un cantiere ancora aperto*, in Nuovo Diritto Delle Società, 2018.

GHEZZI, OLIVIERI, *Diritto Antitrust*, Giappichelli Editore, II edizione, 2019.

GUARAGNELLA, *Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti di minoranza*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

LAMANDINI, *Il nuovo diritto eurounitario in tema di fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere*, da dirittobancario.it, dicembre 2019.

LEVY, LITTLE, MOSTYN, *European Champions – Why politics should stay out of EU merger control*, 2 Concurrences 27, 2019.

MELLOT, CIRIC, *Public Interest in Merger Control: The Lay of the Land*, in The Antitrust Bulletin 2020, Vol. 65(2), pp. 208-226.

MODRAL, SEUSTER, *Siemens/Alstom Revives Debate on Public Interest Considerations in EU Merger Review*, in Informaconnect.com, 15 Marzo 2019.

MOTTA, PEITZ, *Challenges for EU merger control*, 2019.

NORA SZILVIA PETRIK, *Le operazioni straordinarie nella normativa dell'UE. Analisi della proposta di direttiva 2018/0114*, in Corriere giuridico 3/2019.

NOURRY, RABINOWITZ, *European champions: what now for EU merger control after Alstom/Siemens ?*, in *European Competition Law Review*, 2020, 41(3), pp. 116-124.

PANNIER, *The EU Cross Border Merger Directive - A new Dimension for Employee participation and Company Restructuring*, in EBLR, 2005, pp. 1425-1434.

PAPADOPOULOS, *Cross-Border Mergers: EU Perspectives and National Experiences*, Studies in European Economic Law and Regulation Book 17, 2019, p. 26.

PAPADOPOULOS, *EU Regulatory approaches to mergers: exercising the right of establishment*, in *European Law Review*, 2011, 36 (1), pp. 71-97.

PAPADOPOULOS, *The magnitude of EU Fundamental Freedoms: Application of the Freedom of Establishment to the Cross-Border Mergers Directive*, in *European Business Law Review*, 2012, 517 ss.

RAAIJMAKERS e OLTHOFF, *Creditor protection in cross border mergers; unfinished business*, (2008) *Utrecht Law Review* 34.

RESCIO, *Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla direttiva 2005/56/CE in materia di fusione transfrontaliera*, in *Rivista di diritto societario*, 2007.

REYNOLDS/SCHERRER/TRULI, *Ex-post analysis of the EU framework in the area of cross-border mergers and divisions*, studio per il Parlamento europeo, dicembre 2016.

RICKFORD, *The proposed Tenth Company Law Directive and its impact in the UK*, *EBLR*, 2005, pp.1393-1414.

ROEST, *Corporate Mobility - The involvement of Employees*, in *European Company and Financial Law Review* 1-2/2019, 75-105.

SAGLIOCCA, *Appunti in tema di fusione transfrontaliera: tra nuove frontiere in ambito europeo e vecchie tutele dei creditori sociali*, in *Riv. Soc.*, 2019.

SCHMIDT, *Cross-border mergers and divisions, transfers of seat: Is there a need to legislate?* Studio per la commissione JURI, giugno 2016.

SIEMS, *The European Directive on Cross-border Mergers: An International Model?*, in *Colum. J. Eur. L.*, 2005.

UGLIANO, *The New Cross-Border Merger Directive: Harmonisation of European Company Law and Free Movement*, *EBLR*, 2007.

VENTORUZZO, *Cross-border mergers, change of applicable corporate law and protection of dissenting shareholders: withdrawal right under italian law.*

WINNER, *Protection of Creditors and Minority Shareholders in Cross-border Transactions, ECFR 1-2/2019*, pp. 44-73.

WYCKAERT e GEENS, *Cross border mergers and minority protection. An Open-Ended Harmonisation*, 2008, 4 *Utrecht Law Review* 40.

ALTRE FONTI

A Franco-German Manifesto for a European industrial policy fit for the 21st Century.

A French-German Initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis.

Alstom Siemens: Editorial Comment, in *Common Market Law Review* 56, 2019.

Comunicazione della Commissione sulla definizione del mercato rilevante ai fini dell'applicazione del diritto comunitario in materia di concorrenza (*Market definition notice*).

Decisione della Commissione del 6 febbraio 2019 che dichiara una concentrazione incompatibile con il mercato interno e con il funzionamento dell'accordo SEE, Caso M.8677, Siemens-Alstom.

Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario.

Direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere.

Direttiva 2001/86/CE del Consiglio dell'8 ottobre 2001 che completa lo statuto della società europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori.

Direttiva 2002/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 marzo 2002, che istituisce un quadro generale relativo all'informazione e alla consultazione dei lavoratori.

Direttiva 2005/56/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 ottobre 2005, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali.

Direttiva 2012/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2012, che modifica la direttiva 89/666/CEE del Consiglio e le direttive 2005/56/CE e 2009/101/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di interconnessione dei registri centrali, commerciali e delle imprese.

European Political Strategy Centre report, *EU Industrial Policy After Siemens-Alstom: Finding a New Balance Between Openness and Protection*, 18 Marzo 2019.

Legge 10 ottobre 1990, n. 287 - Norme per la tutela della concorrenza e del mercato.

LIBRO BIANCO relativo all'introduzione di pari condizioni di concorrenza in materia di sovvenzioni estere, 2020.

Open letter by Massimo Motta and more than 40 European industrial economists on "European champions" and merger enforcement - *More, not less competition is needed in Europe.*

Orientamenti (UE) relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali.

Proposta di Decima Direttiva del Consiglio, basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del Trattato e relativa alle fusioni transfrontaliere di società per azioni.

Proposta modificata di regolamento (CEE) del Consiglio sul controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese, in G.U. 1988, C 130/4.

Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese.

Regolamento (CE) n. 2157/2001 del Consiglio, dell'8 ottobre 2001, relativo allo statuto della Società europea (SE), in GU L294 del 10.11.2001, pagg. 1–21.

Regolamento (UE) n. 1215/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2012 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale.

Sentenza della Corte di Giustizia Europea, Caso 27/76 United Brands Company and United Brands Continental BV v Commission, [1978] ECR 207.

Sentenza della Corte di Giustizia UE del 7 aprile 2016, KA Finanz AG contro Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group, Causa C-483/14.

Sentenza della Corte di Giustizia UE del 13 dicembre 2005, Sevic System AG.

Sentenza della Corte di Giustizia UE del 25 ottobre 2017, C-106/16, Polbud-Wykonawstwo.

Sentenza della Corte di giustizia UE del 30 settembre 2003, Inspire Art Ltd.

Sentenza della Corte di giustizia UE del 5 novembre 2002, Ü.

Sentenza della Corte di giustizia UE del 9 marzo 1999, Centros Ltd.

Sentenza della Corte di Giustizia UE del 30 novembre 1995, Gebhard, causa C55/94.

Tavola Rotonda Europea degli Industriali, “*Competing at Scale: EU Competition Policy fit for the Global Stage*”.

Trattato sull'Unione Europea (TUE).

Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE).

