

CAPITOLO I

OPERAZIONI SOCIETARIE STRAORDINARIE E SOSTENIBILITÀ: UN RAPPORTO NON
SEMPRE DISTESO

<i>1. CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE IN MERITO AL RAPPORTO FRA OPERAZIONI SOCIETARIE STRAORDINARIE SOSTENIBILITÀ</i>	9
<i>2. L'ESTENDERSI DI PRASSI INQUINANTI ALL'ENTE RISULTANTE NELLE GRANDI CONCENTRAZIONI DEL SETTORE AGROCHIMICO</i>	13
<i>2.1 RIFLESSIONI DI CARATTERE GENERALE</i>	13
<i>2.2 LE PECULIARITÀ DEL SETTORE AGROCHIMICO E LE RECENTI FUSIONI CHE IN ESSO SI SONO AVUTE</i>	14
<i>2.3 LE POTENZIALI CONSEGUENZE NEGATIVE SULL'AMBIENTE DELLE MEGA-MERGERS DEL SETTORE AGROCHIMICO</i>	17
<i>2.3.1 L'impatto ambientale</i>	17
<i>2.3.2 Le possibili ripercussioni sulla salute dei consumatori</i>	19
<i>3. LE KILLER ACQUISITIONS E LE LORO RIPERCUSSIONI</i>	21
<i>3.1 UN PARTICOLARE TIPO DI FUSIONI PER INCORPORAZIONE</i>	21
<i>3.2 LE KILLER ACQUISITIONS IN AMBITO FARMACEUTICO E SANITARIO E IL DIRITTO ALLA SALUTE</i>	23
<i>3.3 LE KILLER ACQUISITIONS NEL SETTORE TECNOLOGICO E IL DIRITTO ALLA RISERVATEZZA</i>	27
<i>4. IL MERGER CONTROL NEL QUADRO NORMATIVO ATTUALE SULLE DUE SPONDE DELL'ATLANTICO</i>	32
<i>4.1 IL MERGER CONTROL NELL'ORDINAMENTO DI ITALIA E UNIONE EUROPEA: CENNI</i>	32
<i>4.1.1 L'individuazione delle operazioni da sottoporre a scrutinio e i principali elementi procedurali</i>	32
<i>4.1.2 Le valutazioni delle autorità antitrust</i>	35
<i>4.2 LA DISCIPLINA CORRISPONDENTE NEGLI STATI UNITI D'AMERICA</i>	37
<i>4.3 L'APPLICAZIONE DI QUESTE PROCEDURE IN CONCENTRAZIONI CON IMPLICAZIONI POTENZIALMENTE NEGATIVE PER LA SOSTENIBILITÀ</i>	40
<i>4.3.1 Criticità emerse nelle grandi concentrazioni del settore agrochimico</i>	42
<i>4.3.2 Le problematiche relative alle killer acquisitions</i>	45

CAPITOLO II

ARGINARE LE *KILLER ACQUISITIONS*

1. <i>INTRODUZIONE</i>	49
2. <i>I CRITERI CHE FACILITANO L'INDIVIDUAZIONE DELLE KILLER ACQUISITIONS</i>	50
2.1 <i>LA MODIFICA DELLE SOGLIE DIMENSIONALI PER ANCORARE LO SCRUTINIO AL VALORE DELLA TRANSAZIONE</i>	50
2.1.1 <i>L'idea di fondo e il suo presupposto concettuale</i>	50
2.1.2 <i>Riflessioni critiche e limiti della proposta</i>	51
2.1.3 <i>Come il criterio proposto ha operato in concreto: la concentrazione Facebook/WhatsApp</i>	54
2.1.3.1 <i>La vicenda e la prima decisione della Commissione</i>	54
2.1.3.2 <i>Il pregiudizio agli utenti che la concentrazione ha causato e la seconda decisione della Commissione</i>	56
2.1.3.3 <i>Il ruolo delle autorità nazionali nel caso Facebook/WhatsApp</i>	57
2.1.3.4 <i>Riflessioni critiche</i>	59
2.2 <i>L'INTRODUZIONE DI FORME DI CONTROLLO PIÙ RIGIDE PER LE CONCENTRAZIONI IN CUI L'INCORPORANTE RIVESTE UNA POSIZIONE DOMINANTE SUL MERCATO</i>	60
2.2.1 <i>Il contenuto della proposta</i>	60
2.2.2 <i>Critiche avanzate a questa soluzione</i>	61
2.2.3 <i>La recezione della proposta nel diritto primario dell'UE: il Digital Markets Act</i>	63
2.2.3.1 <i>Le norme essenziali del DMA</i>	63
2.2.3.2 <i>Riflessioni critiche</i>	65
2.2.3.3 <i>Limiti riscontrati nel DMA</i>	66
2.2.4 <i>Una variante della proposta: l'introduzione di sistemi di inversione dell'onere della prova</i>	68
2.3 <i>UNA MAGGIORE DISCREZIONALITÀ DELLE AUTORITÀ ANTITRUST NELL'INDIVIDUAZIONE DELLE CONCENTRAZIONI DA SOTTOPORRE A SCRUTINIO</i>	70
2.3.1 <i>Una nuova interpretazione dell'art. 22 Regolamento (CE) n. 139/2004</i>	71
2.3.1.1 <i>La norma</i>	71
2.3.1.2 <i>Le riflessioni della Commissione UE</i>	72
2.3.1.3 <i>Il caso GRAIL/Illumina: la vicenda</i>	73

2.3.1.4 <i>La conferma da parte del Tribunale dell'UE della competenza della Commissione</i>	76
2.3.1.5 <i>Le reazioni alla sentenza</i>	78
2.3.2 <i>La recezione della soluzione a livello nazionale: il nuovo comma 1-bis dell'art. 16 legge 287/1990</i>	80
2.3.2.1 <i>Il testo normativo e le precisazioni del l'AGCM</i>	80
2.3.2.2 <i>Le potenziali criticità della nuova disciplina</i>	82
2.4 <i>UN BILANCIO SUI CRITERI CHE MIRANO A FACILITARE L'INDIVIDUAZIONE DELLE KILLER ACQUISITIONS</i>	84
3. <i>L'ADOZIONE DI NUOVE TEORIE DEL DANNO NELLO SCRUTINIO DELLE AUTORITÀ ANTITRUST</i>	85
3.1 <i>L'IDEA DI FONDO</i>	85
3.2 <i>METODOLOGIE PER INTEGRARE LE CONSIDERAZIONI RELATIVE ALL'INNOVAZIONE NEL MERGER CONTROL</i>	88
3.2.1 <i>Spunti di riflessione</i>	89
3.3 <i>LA RECEZIONE DELLA NUOVA TEORIA DEL DANNO NELLA PRASSI DELLA COMMISSIONE</i>	90
3.3.1 <i>I primi casi in cui si è dato peso all'innovazione</i>	90
3.3.2 <i>Il consolidarsi della prassi: la decisione Dow/Dupont</i>	92
3.3.3 <i>Come la Commissione ha integrato le valutazioni sull'innovazione nelle sue analisi</i>	94
3.4 <i>È POSSIBILE AFFERMARE L'EMERSIONE DI UNA NUOVA TEORIA DEL DANNO?</i>	95
3.5 <i>IL RUOLO DEGLI IMPEGNI</i>	97
3.6 <i>IL CONTESTO ITALIANO: LE MODIFICHE ALL'ART. 6 CO.1 DELLA L. 287/1990</i>	99
4. <i>CONCLUSIONI</i>	100

CAPITOLO III

LA VALORIZZAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ NELLE CONCENTRAZIONI

1. <i>INTRODUZIONE</i>	103
2. <i>LA SCELTA DELLE METODOLOGIE DI INTERVENTO SULLA DISCIPLINA DEL MERGER CONTROL</i>	104
2.1 <i>IL COMMAND AND CONTROL</i>	105

2.2 I SISTEMI MARKET-BASED	107
2.3 IL TIPO DI INTERVENTO PIÙ ADATTO PER LA VALORIZZAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ NELLE CONCENTRAZIONI	109
3. UNA MAGGIORE ATTENZIONE DELLE ISTITUZIONI ALLA SOSTENIBILITÀ	110
3.1 LA PRASSI DELLA COMMISSIONE EUROPEA	110
3.1.1 La decisione CECED	111
3.1.2 Altre decisioni in cui i temi di sostenibilità sono venuti in rilievo	113
3.1.3 Riflessioni critiche	115
3.2 LE PRIME RIFLESSIONI CIRCA L'INTEGRAZIONE DELLE VALUTAZIONI DI SOSTENIBILITÀ NELLE PROCEDURE DI MERGER CONTROL: LA DECISIONE AURUBIS/METALLO	116
4. L'APPORTO DELLA SOFT LAW	118
4.1 LE NUOVE LINEE GUIDA SULL'APPLICAZIONE DELL'ART. 101 TFUE	118
4.2 RIFLESSIONI CRITICHE GENERALI	121
4.3 ESEMPI NAZIONALI DI PREVISIONI DI SOFT LAW ATTENTE ALLA SOSTENIBILITÀ: IL CASO DEI PAESI BASSI	123
4.4 LA SOFT LAW IN MATERIA DI CONCENTRAZIONI: CENNI	124
5. LA POSSIBILITÀ DI UN INTERVENTO LEGISLATIVO	125
5.1 CONSIDERAZIONI DI CARATTERE GENERALE	125
5.2 POSSIBILI MODIFICHE ALL'ART. 2§1 REG. UE 134/2004 CHE TENGANO CONTO DELLA SOSTENIBILITÀ	127
5.3 LA SOSTENIBILITÀ COME CANONE ERMENEUTICO	129
5.3.1 La teorizzazione	129
5.3.2 Un'interpretazione teleologica delle norme UE che valorizza la sostenibilità ambientale: il caso <i>Dieselgate</i>	130
5.3.3 Proposte per un'interpretazione del Regolamento (CE) n. 139/2004 orientata verso la sostenibilità	132
6. LA VALORIZZAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ NELLE CONCENTRAZIONI SOCIETARIE	133
6.1 RIFLESSIONI DI CARATTERE GENERALE	133
6.2 L'INTEGRAZIONE DELLE VALUTAZIONI DI SOSTENIBILITÀ NEL DIRITTO DELLA CONCORRENZA IN GENERALE	133
6.3 VOCI CRITICHE	134
6.4 IL RUOLO DELLE AUTORITÀ ANTITRUST	136

6.4.1 Il contesto europeo e il ruolo della Commissione	136
6.5 POSSIBILI ULTERIORI SVILUPPI	139
6.5.1 L'ampliamento degli orizzonti di valutazione	139
6.5.2 Proposte concrete per integrare le considerazioni di sostenibilità nell'analisi delle concentrazioni	141
7. CONCLUSIONI	145

CAPITOLO IV

SOSTENIBILITÀ E OPERAZIONI STRAORDINARIE NEL SISTEMA STATUNITENSE

1. L'ESIGENZA DI SOLUZIONI DIFFERENZIATE	146
2. IL RUOLO PROPULSIVO DELLA CREATIVITÀ DEI PRIVATI NELLO SVILUPPO DEL DIRITTO SOCIETARIO STATUNITENSE IN MATERIA DI OPERAZIONI STRAORDINARIE	148
2.1 CLAUSOLE DEGLI ACCORDI DI FUSIONE SCATURITE DALL'INVENTIVA DELLE SOCIETÀ	149
2.1.1 Le clausole <i>standstill</i>	150
2.1.2 Le clausole <i>no-talk</i> e <i>no-shop</i>	151
2.3 L'IMPATTO DELLA CREATIVITÀ DEI PRIVATI IN ALTRI AMBITI DEL DIRITTO SOCIETARIO	153
2.3.1 Le <i>forum selection bylaws</i>	153
2.3.2 Le <i>rinunce ai fiduciary duties</i>	155
2.4 LA DEFERENZA DELLE CORTI STATUNITENSI ALLA CREATIVITÀ DEI PRIVATI	156
3. IL POSSIBILE INTERVENTO DELLE AUTORITÀ PUBBLICHE	156
3.1 L'INTERVENTO DELLA FEDERAL TRADE COMMISSION NELL'AMBITO DEL MERGER CONTROL	156
3.1.1 Le differenze fondamentali tra autorità antitrust in Europa e negli Stati Uniti	157
3.1.2 Gli strumenti a disposizione delle autorità antitrust d'oltreoceano per inibire la concentrazione	158
3.1.2.1 <i>Cenni storici</i>	159
3.1.2.2 <i>Il dibattito attuale</i>	160
3.1.3 L'improbabilità di un intervento delle autorità antitrust statunitensi	163

3.2 <i>IL POSSIBILE INTERVENTO LEGISLATIVO O REGOLAMENTARE</i>	164
3.2.1 <i>Il Disclosure Simplification Act del 2021</i>	166
3.2.2 <i>Una nuova rule della SEC per garantire una migliore rendicontazione di sostenibilità</i>	167
3.2.2.1 <i>La complessa genesi della rule</i>	168
3.2.2.2 <i>La questione della legittimità costituzionale della rule</i>	171
3.2.2.3 <i>Il dibattito nella dottrina statunitense...</i>	172
3.2.2.4 <i>... e la sottoposizione della questione al giudice federale</i>	173
3.2.3 <i>Il Disclosure Simplification Act e la rule della SEC: degli interventi forse troppo precoci</i>	173
4. <i>IL POSSIBILE RUOLO DELL'AZIONARIATO ATTIVO</i>	175
4.1 <i>CARATTERISTICHE DELL'AZIONARIATO ATTIVO E SUA PERTINENZA AL TEMA DELLE OPERAZIONI SOCIETARIE STRAORDINARIE</i>	177
4.1.1 <i>Descrizione dell'azionariato attivo</i>	177
4.1.2 <i>Controversie legate all'azionariato attivo</i>	179
4.1.3 <i>Le tattiche mediante le quali si realizzano le iniziative degli shareholder activists</i>	180
4.1.4 <i>Lo shareholder activism e le operazioni societarie straordinarie</i>	182
4.2 <i>AZIONARIATO ATTIVO E SOSTENIBILITÀ</i>	183
4.2.1 <i>Le iniziative legate alla sostenibilità e il loro impatto</i>	183
4.2.2 <i>Comprovati effetti positivi dell'azionariato attivo sulla sostenibilità</i>	187
4.2.3 <i>Le controversie in tema di azionariato attivo promosso dai fondi speculativi</i>	191
4.2.4 <i>L'azionariato attivo improntato alla sostenibilità</i>	194
4.2.5 <i>Un bilancio del rapporto fra azionariato attivo e sostenibilità</i>	195
4.3 <i>AZIONARIATO ATTIVO PER LA PROMOZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ E OPERAZIONI SOCIETARIE STRAORDINARIE</i>	196
<u>CONCLUSIONE</u>	<u>199</u>
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	<u>201</u>

INTRODUZIONE

L'elaborato mira a mettere in luce, in una prospettiva critica e comparatistica, il rapporto fra operazioni societarie straordinarie e sostenibilità, dedicando un'attenzione particolare alle concentrazioni, a come esse possano generare esternalità negative per l'ambiente e per alcuni diritti fondamentali di consumatori e utenti e alle possibili soluzioni che sono state prospettate dagli interpreti, e talvolta anche adottate da legislatori e autorità di regolazione, per limitare o eliminare l'impatto negativo che le concentrazioni possono avere sulla sostenibilità.

La decisione di affrontare questi temi muove dalla crescente consapevolezza e attenzione alla sostenibilità (ambientale e non solo) che si sta diffondendo negli ultimi anni, sia nella società civile che fra gli esponenti della dottrina, della giurisprudenza, delle istituzioni nazionali e sovranazionali, unita all'interesse per la materia delle concentrazioni societarie, che, pur essendo tradizionalmente oggetto di profonde e sfaccettate elaborazioni, sono state solo di rado (e solo recentemente) poste in relazione con il tema della sostenibilità. Si è pensato, dunque, di ripercorrere la riflessione dottrinale e la non copiosa prassi in materia, per individuare quelle che sembrano essere le soluzioni appropriate da adottare per contenere gli effetti negativi delle concentrazioni sulla sostenibilità, muovendo da casi concreti e vicende che, negli ultimi anni, hanno mostrato in maniera lampante quali possono essere le esternalità negative delle concentrazioni per quanto riguarda la sostenibilità. Le ipotesi riportate sono state oggetti di attente riflessioni in dottrina, dottrina che ha maturato molto velocemente la consapevolezza della necessità di un intervento (da parte di autorità di regolazione, corti, legislatori) nel senso di una maggiore attenzione alla sostenibilità nella disciplina e nel controllo delle concentrazioni, proprio per evitare che quanto avvenuto in passato si ripeta, con ulteriore pregiudizio per ambiente e diritti fondamentali di consumatori e utenti.

Nel primo capitolo dell'elaborato si mettono in rilievo i principali effetti negativi che le concentrazioni hanno avuto (e possono avere) sulla sostenibilità, ricorrendo all'analisi casi concreti in cui tali effetti negativi si sono manifestati e riportando le principali riflessioni critiche che gli interpreti hanno sviluppato sul punto; le riflessioni contenute nel primo capitolo hanno carattere generale e sono applicabili a ognuno degli ordinamenti considerati, mentre nei capitoli successivi la riflessione viene scissa, in maniera tale che il secondo e terzo capitolo si riferiscono ai rimedi adottati (e adottabili) negli ordinamenti

del continente europeo (a livello di Unione Europea e al livello degli Stati membri), mentre il quarto ed ultimo capitolo concentra l'analisi sull'ordinamento statunitense.

Più specificamente, nel secondo capitolo si esaminano i rimedi proposti per contenere l'impatto negativo che le *killer acquisitions* (un particolare tipo di fusioni per incorporazione) possono avere sul diritto alla salute e sulla tutela dei dati personali degli individui, soprattutto quando tali operazioni si realizzano nell'industria farmaceutica e nei mercati digitali, e si analizzano esempi di adozione (da parte di autorità di regolazione, corti e legislatori) delle soluzioni prospettate dagli interpreti, operando un bilancio rispetto al modo di operare in concreto delle soluzioni proposte; il terzo capitolo astrae nuovamente la riflessione, facendo tesoro dell'esperienza maturata in ambiti contigui (afferenti al diritto della concorrenza e non specificamente al tema delle concentrazioni) e in settori specifici (quello delle *killer acquisitions*, appunto) circa l'integrazione delle tematiche di sostenibilità nelle valutazioni e decisioni di autorità, corti e legislatori, per capire se, e come, le soluzioni maturate altrove possano essere traslate anche nell'ambito delle concentrazioni e per proporre, infine, soluzioni *ad hoc* che si riferiscano specificamente alle concentrazioni e all'integrazione, in esse, delle tematiche di sostenibilità. Il quarto capitolo ha un taglio più marcatamente comparatistico, e mette in evidenza come le soluzioni oggetto di riflessione nei due precedenti capitoli non possano essere adottate efficacemente nell'ordinamento statunitense, in ragione delle profonde differenze fra i sistemi giuridici del continente europeo e quello statunitense, nonché in considerazione del diverso ruolo e peso che autorità di regolazione, corti e legislatori hanno sulle due sponde dell'Atlantico.

Si conclude che, se un maggiore intervento nel senso dell'integrazione delle tematiche di sostenibilità nella disciplina e controllo delle concentrazioni societarie da parte delle autorità antitrust nell'immediato, e dei legislatori in futuro, sembra la soluzione più adeguata in Europa, negli Stati Uniti azioni del genere incontrerebbero maggiori resistenze e potrebbero dunque essere meno efficaci, pertanto in tale ordinamento non sembra avventato riporre maggiori speranze nella creatività dei privati, adeguatamente indirizzata dalle corti statali e federali.

CAPITOLO I

OPERAZIONI SOCIETARIE STRAORDINARIE E SOSTENIBILITÀ: UN RAPPORTO NON SEMPRE DISTESO

1. Considerazioni introduttive in merito al rapporto fra operazioni societarie straordinarie e sostenibilità

Le operazioni straordinarie, in particolare le fusioni, sia semplici che per incorporazione, possono porre criticità sul piano della sostenibilità latamente intesa, comprensiva sia della tutela dell'ambiente, sia degli aspetti di *governance*, che dell'attenzione al sociale dell'impresa¹.

Risulta piuttosto immediato capire come le operazioni straordinarie (e in particolare le fusioni) possano peggiorare la condizione dei lavoratori, causando licenziamenti o abbassamenti di salario, oppure come esse possano determinare un rafforzamento di certi azionisti a scapito di altri. Meno evidente, ma non per questo meno preoccupante, è invece l'impatto deleterio che le fusioni possono avere sull'ambiente e sui diritti degli individui che entrano in contatto con l'attività di impresa della società incorporante (o risultante dalla fusione, a seconda dei casi).

Innanzitutto, conseguenza naturale e fisiologica della fusione è l'aumento del volume di affari della società che risulta dalla fusione (o almeno questa è la conseguenza auspicata²). Certamente la crescita di un'impresa non determina una corrispondente e automatica crescita delle emissioni e in generale dell'inquinamento dall'impresa prodotta (e sostenere il contrario vorrebbe dire generalizzare senza per altro poter basare il discorso su alcun solido fondamento), tuttavia le imprese che più inquinano al mondo sono le imprese di maggiori dimensioni, soprattutto in determinate industrie. Emblematico in questo senso è l'esempio dell'industria energetica, in particolare per quanto riguarda le società che fanno uso di combustibili fossili, perché nel 2017 è risultato che le poche

¹ I parametri di sostenibilità sono spesso riassunti nella sigla ESG, che sta appunto per *environmental, social, governance*.

² C. HILL, *et al.*, *Mergers & Acquisitions: Law, Theory, and Practice*, 3^a ed., West Academic Publishing, St. Paul, 2023, pp. 15-17.

imprese leader del settore fossero responsabili dei oltre il 70% delle emissioni di gas serra a livello mondiale³.

Gli studi condotti finora in materia dei rapporti (e profili critici) fra fusioni e sostenibilità leggono le fusioni come fenomeno economico, come concentrazioni nel mercato, e guardano prevalentemente agli effetti sulla sostenibilità ambientale.

Per esempio, sono state condotte diverse indagini empiriche che si soffermano sulla relazione fra i livelli di emissione degli impianti produttivi in una determinata industria e il tasso di concentrazione della stessa. Vi è chi ritiene⁴ che le emissioni inquinanti degli impianti produttivi di un'impresa si riducano al ridursi della concentrazione di mercato (e quindi, semplificando estremamente, potremmo dire che secondo i sostenitori di tale tesi la concorrenza nel mercato giova anche all'ambiente); chi ha sostenuto⁵ che invece

³ THE CARBON MAJORS DATABASE, *CDP Carbon Majors Report 2017: 100 Fossil Fuel Producers and Nearly 1 Trillion Tons of Greenhouse Gas Emissions*, 2017, disponibile a <https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/002/327/original/Carbon-Majors-Report-2017.pdf>, consultato il 26 Agosto 2024.

⁴ D. H. SIMON e J. T. PRINCE, *The Effect of Competition on Toxic Pollution Releases*, in *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 79, 2016, pp. 40-54. Tale studio basato su indagini empiriche condotte negli Stati Uniti spiega come, a livello di impianto produttivo, le emissioni di agenti inquinanti e di sostanze chimiche cancerogene si riducano al ridurre del livello di concentrazione del mercato. Inoltre, viene evidenziato come, aggregando i dati di inquinamento dei singoli impianti, il livello di emissioni prodotto da imprese in un mercato concorrenziale sia inferiore a quello che si avrebbe in un mercato equivalente ma altamente concentrato. Si suggerisce che quanto più il mercato è a struttura concorrenziale tanto meno un singolo impianto riesce a produrre, e a più bassi livelli di produzione sono associate minori emissioni. Si dice anche che un facile accesso al mercato da parte di nuove imprese può determinare l'introduzione, nel mercato rilevante, di nuove tecnologie che riducano l'impatto ambientale dell'industria nel suo complesso, permettendo quindi che le varie imprese si facciano concorrenza fra loro anche sul piano della sostenibilità. Infine, nei mercati altamente concentrati il monopolista o gli oligopolisti possono esercitare pressioni sul legislatore (come, per esempio, negli Stati Uniti dove il *lobbying* non è una pratica poi tanto infrequente) per evitare che vengano introdotte nuove regole che impongano alle imprese di contenere le emissioni inquinanti.

⁵ Come, per esempio fa l'articolo di M. L. POLEMIS e T. STENGOS, *Does Competition Prevent Industrial Pollution? Evidence from a Panel Threshold Model*, in *Business Strategy and the Environment*, vol. 28, n. 1, 2019, pp. 98-110, che suggerisce che le emissioni inquinanti aumentino all'aumentare della concentrazione di mercato ma poi, al superare di una certa soglia critica nel tasso di concentrazione dell'industria, il livello di emissioni tossiche inizia a decrescere all'ulteriore crescita della concentrazione nell'industria. È da precisare che sia questo articolo che quello citato alla nota precedente si basano su un'analisi empirica, non arrivando ad inferire un rapporto di causalità fra la struttura del mercato e il livello di emissioni a livello degli impianti produttivi, e tuttavia si prende in essi coscienza della possibile esistenza di un'interazione fra tali due elementi e della necessità, per rendere più efficaci gli interventi legislativi e amministrativi in tutela dell'ambiente, di considerare anche la struttura del mercato prima di intervenire. Similmente, M. L. POLEMIS, *Revisiting the Environmental Kuznets Curve: A Semi-Parametric Analysis on the Role of Market Structure on Environmental Pollution* in *Letters in Spatial and Resource Sciences*, vol. 11, n. 1, marzo 2018, pp. 27-35 sostiene la tesi per cui esiste una relazione ad "U" fra il livello di output di un'impresa e il livello di agenti tossici emessi, quando si prende in considerazione nel modello economico la concentrazione di mercato. Per quanto riguarda le conseguenze che l'autore trae da questa analisi, con riferimento specificamente alla struttura del mercato, sembra esservi inizialmente una relazione

questo rapporto di proporzionalità inversa (fra emissioni inquinanti e concentrazione di mercato) sia corrispondente al vero fino a un certo punto, dal momento che, superato un particolare livello di concentrazione di mercato, le indagini empiriche mostrano una progressiva riduzione delle emissioni inquinanti dei singoli impianti produttivi e dunque dell'industria globalmente considerata; in una prospettiva lievemente diversa, è stato argomentato⁶ che in un mercato altamente concorrenziale le imprese siano meno inibite nel porre in essere pratiche non sostenibili pur di rimanere competitive, e c'è chi ritiene infine che gli sforzi delle imprese per contenere le emissioni inquinanti crescano al crescere del livello di concentrazione del mercato considerato⁷.

Per quanto, dunque, non ci sia una visione univoca circa i rapporti fra concentrazione di mercato e sostenibilità, i diversi studi citati hanno posto in rilievo l'esistenza di come una relazione di qualche tipo (quantomeno sul piano empirico) vi sia⁸.

di proporzionalità diretta fra il livello di concorrenza nel mercato e la riduzione delle emissioni inquinanti, fino a un certo punto, perché, raggiunto un certo livello di concorrenza nel mercato rilevante, il rapporto si inverte e all'aumentare della concorrenza diminuisce la sostenibilità (perché iniziano progressivamente ad aumentare le emissioni). Sul piano della *policy*, l'autore esprime la necessità, di considerare la variabile della concentrazione del mercato nell'adottare strumenti (legislativi o amministrativi) di regolazione a tutela dell'ambiente.

⁶ A. SHLEIFER, *Does Competition Destroy Ethical Behavior?* in *National Bureau of Economic Research*, 2004 sostiene che in un mercato altamente concorrenziale gli agenti (soprattutto le imprese e i loro *manager*) sono maggiormente incentivati a porre in essere comportamenti eticamente deprecabili (e dunque non sostenibili, soprattutto dal punto di vista sociale), come per esempio l'impiego del lavoro minorile, la manipolazione dei bilanci d'impresa, la corruzione o l'eccessivo aumento nei salari dei *managers* di alto livello.

⁷ S. C. FARBER e R. E. MARTIN, *Market Structure and Pollution Control under Imperfect Surveillance*, in *Journal of Industrial Economics*, vol. 35, n. 2, dicembre 1986, pp. 147-160. Questo articolo di quasi quarant'anni giunge ai risultati sommariamente esposti dal momento che considera le maggiori risorse di cui dispongono le grandi imprese dominanti mercato, le quali, se debitamente indirizzate, potrebbero permettersi di tenere un comportamento sostenibile dal punto di vista ambientale senza ripercussioni negative sui loro risultati. L'articolo studia anche i possibili incentivi che possono spingere l'impresa a adottare politiche sostenibili (per esempio, i *manager* dei singoli impianti di produzione potrebbero essere persone che vivono nei pressi del sito produttivo, e avrebbero quindi un incentivo nel far sì che il sito non sia inquinante). Inoltre, singole imprese (o poche imprese) presenti sul mercato sarebbero, per l'autorità che vigila sul rispetto delle norme ambientali, più facili da monitorare. Poi, le grandi imprese avrebbero spesso una prospettiva di lungo periodo, a differenza delle imprese di minori dimensioni che non sempre si collocano in una prospettiva simile, e questo potrebbe essere un ulteriore incentivo per le grandi imprese (inquinare meno oggi per avere più risorse domani). Questo articolo parla dunque del rapporto tra struttura nel mercato e impegno delle imprese a tutela dell'ambiente e del contenimento delle emissioni inquinanti, non di quello fra la struttura del mercato e il livello di emissioni inquinanti in valore assoluto, affrontando quindi il discorso generale del rapporto fra concentrazione del mercato e inquinamento da parte delle imprese presenti su di esso da un punto di vista lievemente diverso.

⁸ Tra l'altro, nonostante le evidenze empiriche mostrino come esista una relazione di qualche tipo tra la variazione delle emissioni inquinanti in un'industria e il tasso di concentrazione della stessa, non è stata indagata l'esistenza di un nesso di causalità fra questi due poli della, anche perché le ricerche sul punto sono ancora ad una fase iniziale.

Prendere coscienza di ciò, unitamente alla consapevolezza degli altri profili critici del rapporto fra sostenibilità e fusioni (intese a questo stadio iniziale dell'analisi soprattutto come concentrazioni) impone una riflessione sulla necessità di iniziare a considerare anche la sostenibilità, e in particolare il profilo della tutela dell'ambiente, nella più ampia riflessione in materia di fusioni e operazione straordinarie (d'altro canto, gli ulteriori pilastri della sostenibilità, il *social* e *governance*, rispettivamente la S e la G di ESG, sono già talvolta presi in considerazione nell'ambito del *merger control* (ossia l'attività di controllo delle concentrazioni da parte dell'autorità antitrust competente), perfino a livello legislativo, in materia di fusioni. Basti pensare alla direttiva europea recentemente introdotta⁹ che impone agli stati membri di prevedere un coinvolgimento dei lavoratori nella deliberazione di operazioni societarie straordinarie).

Tale aspetto è oltretutto solo uno dei diversi profili di complessità che emergono nel momento in cui si guarda con maggiore attenzione alle operazioni straordinarie (soprattutto le fusioni).

Ci sono diversi elementi critici che occorre prendere separatamente in considerazione nell'analisi complessiva, alcuni di carattere più teorico e generale, come appunto la relazione fra crescita delle emissioni attribuibili ad un'industria e il livello di concentrazione (o concorrenza) nel corrispondente mercato rilevante, altri invece di carattere decisamente più concreto, con conseguenze negative che scaturiscono o da una certa tipologia di fusioni o proprio da specifiche operazioni societarie che si sono consumate nel recente passato. Inoltre, in quasi tutte le ipotesi prese in esame (sia per quanto riguarda certe singole fusioni che certe categorie di fusioni), le conseguenze negative che si sono realizzate sono dipese in larga parte dalle caratteristiche proprie del mercato e dell'industria in cui l'operazione straordinaria si consumava. Occorre quindi muovere i primi passi in questa riflessione considerando i problemi concretamente sorti, analizzandoli separatamente proprio per tenere conto delle caratteristiche dei mercati di volta in volta considerati.

⁹ 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 (GUUE L 321 del 12.12.2019, p. 1–44).

2. L'estendersi di prassi inquinanti all'ente risultante nelle grandi concentrazioni del settore agrochimico

2.1 Riflessioni di carattere generale

Un elemento di particolare criticità che emerge nell'analizzare il rapporto fra operazioni straordinarie e tutela dell'ambiente (quale parametro di sostenibilità) sono le potenziali esternalità negative che possono scaturire da fusioni di imprese di cospicue dimensioni, soprattutto quando queste imprese operano in mercati che, per loro propria natura, risultano avere un impatto potenzialmente significativo sull'ambiente. Più precisamente, in certe industrie ogni azione (o quasi) di una delle imprese presenti sul mercato finisce con l'avere, in maniera più o meno marcata, un impatto sull'ambiente (che, a sua volta, può essere positivo o negativo, a seconda di quelle che sono state le scelte intraprese dall'impresa considerata). Per esempio, inevitabilmente le scelte delle società che operano nel settore agrochimico (commercializzando o producendo, per esempio, semi di prodotti agricoli o prodotti chimici per implementare o preservare i raccolti), finiscono per avere ricadute sull'ambiente e sugli ecosistemi che si sviluppano accanto alle sedi produttive delle società di questa industria, e proprio per questo motivo si è pensato di far partire una riflessione di più ampio respiro sul rapporto fra sostenibilità e fusioni dall'analisi del settore agrochimico e dalla recente ondata di fusioni che lo ha interessato.

Si può fare un primo esempio del come le scelte (e le concentrazioni) che si compiono nel settore agrochimico impattino l'ambiente considerando il tema della produzione e commercializzazione di erbicidi contenenti sostanze probabilmente nocive per l'ambiente e per la salute umana (e tuttavia non vietati da alcuna legge o strumento normativo di alcun tipo) da parte di una società che occupa una cospicua fetta di mercato. Se una società di questo tipo che si avvale di tali prassi inquinanti decidesse di fondersi (mediante fusione semplice o fusione per incorporazione) con un'altra società avente una posizione di preminenza nel mercato di riferimento, e anche l'ente risultante incorporante facesse propria la prassi inquinante, inevitabilmente tale prassi sarebbe maggiormente diffusa e conseguentemente, il suo impatto ambientale aumenterebbe.

L'industria agrochimica fornisce molteplici spunti di riflessione per quanto riguarda il rapporto (potenzialmente problematico) fra operazioni societarie straordinarie (in

particolare le fusioni) e la sostenibilità (soprattutto sul piano della tutela dell'ambiente), per diversi motivi: innanzitutto, le scelte che vengono compiute in questo mercato hanno una ricaduta, in molti casi immediata, sugli ambienti e sugli ecosistemi; in secondo luogo, le caratteristiche proprie di questa industria (per esempio, l'elevato tasso di concentrazione in essa) fanno sì che l'impatto delle operazioni societarie sull'ambiente risulti persino acuito rispetto a come sarebbe stato se l'industria agrochimica non avesse le caratteristiche che ha; infine, nel settore agrochimico si sono di recente (a partire dal biennio 2015-2016) realizzate concentrazioni che hanno acceso un vivo dibattito, sia tra giuristi che tra esponenti della comunità scientifica, per quanto riguarda le modalità con cui le stesse sono state realizzate (e valutate dalle autorità antitrust di molteplici stati del globo) e con riferimento alle possibili criticità sul piano della tutela dell'ambiente che esse potevano determinare.

2.2 Le peculiarità del settore agrochimico e le recenti fusioni che in esso si sono avute

Per quanto, come è stato accennato, il dibattito sulla sostenibilità in relazione alle operazioni societarie straordinarie nel settore agrochimico si sia innescato per via dell'ultima ondata di fusioni, il mercato rilevante presentava da tempo delle peculiarità che erano già state poste in relazione con possibili problematiche per l'ambiente.

Innanzitutto, si tratta un mercato altamente concentrato da tempo¹⁰; inoltre, certe prassi di talune di queste società (come, per esempio, l'impiego di pesticidi contenenti glifosato da parte di Monsanto) avevano già sollevato controversie, dibattiti, e in talune ipotesi avevano persino determinato il coinvolgimento delle società che se ne avvalevano in procedimenti giudiziari¹¹. L'elevatissima concentrazione in questo mercato è spesso

¹⁰ Sei società multinazionali Dow, DuPont, Monsanto, BASF, Syngenta e Bayer controllavano, appena prima che le tre fusioni venissero deliberate, il 63% del mercato dei semi e il 75% del mercato dei pesticidi a livello globale e un altro elemento da cui dipendeva (e dipende) l'alta concentrazione in questi settori è l'esistenza di vari accordi di natura contrattuale che avvicinano fra loro le pochissime imprese presenti sul mercato, accordi come, per esempio, le alleanze strategiche in materia di ricerca e sviluppo, il rilascio di autorizzazioni per l'uso tecnologie brevettate da parte di una società in favore di altre, la presenza di *joint ventures*. C. SPADARO, *Le sei multinazionali che controllano il 63% del mercato dei semi*, in *Altreconomia*, 20 aprile 2016.; altri articoli che si occupano del livello di concentrazione del mercato agrochimico sono: P. H. HOWARD, *Visualizing Consolidation in the Global Seed Industry: 1996–2008*, in *Sustainability*, vol. 1, n. 4, dicembre 2009, pp. 1-22; I. LIANOS e D. KATALEVSKY, *Merger Activity in the Factors of Production Segments of the Food Value Chain: A Critical Assessment of the Bayer/Monsanto merger*, Centre for Law, Economics and Society Policy Paper Series 2017/1 Faculty of Laws, UCL.

¹¹ V. J. WATNICK, *The "Roundup" Controversy: Glyphosate Litigation, Non-Hodgkin's Lymphoma, and Lessons for Toxics Regulation Going Forward*, in *30 N.Y.U. Env't L.J.* 1, 2022.

imputata¹² agli alti (e crescenti) costi fissi che le imprese che vi operano devono sostenere, come per esempio i significativi costi nell'ambito della ricerca e dello sviluppo, nonché all'intensa regolazione del settore agrochimico, che determina significativi costi di *compliance*.

Poi, nel giro di pochi mesi, sono state deliberate tre fusioni: tra Dow e DuPont (fusione definita come una fusione tra pari, visto il rilievo che entrambe le società partecipanti avevano, singolarmente considerate, già prima della fusione); tra Syngenta e la China National Chemical Corporation (detta ChemChina, società di Stato cinese); tra Bayer e Monsanto (si è trattato, in questo caso, di una fusione per incorporazione, con Bayer che ha incorporato Monsanto). Tali fusioni, hanno ulteriormente innalzato il tasso di concentrazione del mercato agrochimico (più nel dettaglio, il mercato dei semi e il mercato dei pesticidi).

Quando queste fusioni si sono consumate, molteplici autorità di regolazione (tra cui la Federal Trade Commission statunitense e la Commissione europea), si sono trovate a doverle valutare per poi approvarle e, nel fare questo, hanno preso in considerazione gli aspetti critici dal punto di vista concorrenziale e della concentrazione di mercato che si erano profilati. Certamente questi aspetti erano gli unici che le autorità di regolazione erano (e sono sempre state) tenute a considerare e valutare, anche se, visto il volume di affari e il tipo attività condotte dalle imprese partecipanti alla fusione, non pochi esponenti della comunità scientifica, giuristi ed esponenti della società civile hanno espresso la necessità che si prestasse attenzione anche a come queste operazioni (soprattutto l'incorporazione di Monsanto da parte di Bayer) potessero avere effetti negativi e di lungo termine sull'ambiente.

È stato riscontrato come l'elevato tasso di concentrazione nel mercato degli input dei semi dell'industria agricola e degli erbicidi possa determinare effetti quali diminuzione della

¹² N. PETIT, *Innovation Competition, Unilateral Effects, and Merger Policy*, in *Antitrust L.J.*, 2019, pp. 876-877.

biodiversità, aumento nell'uso di erbicidi e altre sostanze chimiche, aumento delle emissioni di anidride carbonica e riduzione dell'innovazione¹³.

Le tre grandi fusioni (da molti studiosi chiamate “*mega-mergers*”¹⁴ vista la mole delle società che a queste fusioni hanno preso parte) hanno ridotto il numero delle imprese presenti nell'industria agrochimica da sei a quattro. Tale incremento della concentrazione di mercato ha destato molte preoccupazioni, *in primis* per quanto riguarda i classici rischi in cui ci si può imbattere all'innalzarsi del livello della concentrazione di mercato (ossia quelli che riguardano la tutela del consumatore o l'accesso al mercato, giusto per citarne un paio), e *in secundis* sul piano della tutela dell'ambiente.

La decisione delle società interessate di procedere a fusioni (sia semplici che per incorporazione) ha portato all'avvio delle procedure di valutazione di queste fusioni da parte delle autorità di regolazione del mercato di svariati paesi in tutti i continenti, dal momento che le società partecipanti conducevano le loro attività a livello mondiale e operavano in moltissimi paesi, e alla fine tutte e tre le fusioni (anche quella che suscitava più perplessità, ossia l'acquisizione di Monsanto da parte di Bayer) sono state approvate. I procedimenti condotti dalle autorità di regolazione hanno però attirato critiche da più parti, per un duplice ordine di ragioni: innanzitutto si è criticata l'assenza di coordinazione (in tutte le fasi del procedimento) fra le varie autorità coinvolte e poi si è anche detto che non si sarebbero dovute considerare solo le problematiche in materia di concorrenza e tutela del consumatore che queste fusioni ponevano ma anche i rischi sul piano della tutela dell'ambiente¹⁵.

¹³ J. CLAPP, *Mega-Mergers on the Menu: Corporate Concentration and the Politics of Sustainability in the Global Food System*, in *Global Environmental Politics*, vol. 18, n. 2, 2018, pp. 12-33.

¹⁴ J. CLAPP, *ibidem*.

¹⁵ Per una più ampia ricostruzione della vicenda e le critiche che essa ha suscitato, J. CLAPP, *Bigger is Not Always Better: The Drivers and Implications of the Recent Agribusiness Megamergers*, in *Global Food Politics Group*, University of Waterloo, 2017; I. LIANOS e D. KATALEVSKY, *op. cit.* alla nota 10.

2.3 *Le potenziali conseguenze negative sull'ambiente delle mega-mergers del settore agrochimico*

2.3.1 *L'impatto ambientale*

Come si è accennato, diverse sono le potenziali conseguenze deleterie per l'ambiente che, secondo gli studiosi, scaturiscono da un elevato tasso di concentrazione nel mercato dei semi e dei pesticidi (spesso sinteticamente indicato come mercato agrochimico).

Naturale conseguenza di una fusione (a maggior ragione se essa vede coinvolte imprese che già singolarmente considerate dominavano su un'ampia porzione di mercato) è l'incremento del livello di concentrazione di mercato. Dunque, a seguito di una fusione (e ancor di più se si tratta di una fusione di società di cospicue dimensioni), le conseguenze negative dell'elevata concentrazione di mercato sull'ambiente possono risultare acute.

In concreto, gli effetti negativi più gravi per l'ambiente dell'aumento del livello di concentrazione in questo mercato sono una diminuzione della biodiversità (conseguente ad un aumento¹⁶ nella commercializzazione di un numero relativamente limitato organismi geneticamente modificati) e l'aumento nell'uso dei pesticidi ed erbicidi.

Tali problematiche sembrano fra loro essere connesse, dal momento che le poche società presenti sul mercato tendono a mettere in circolazione solo i semi da loro prodotti, spesso OGM, il che riduce drasticamente la biodiversità e tale carenza di biodiversità risulta esporre i raccolti al rischio di infestazioni da parassiti e piante infestanti.

La conseguenza naturale di ciò è l'uso di pesticidi ed erbicidi per contrastare questi organismi, e pesticidi ed erbicidi sono spesso prodotti dalle stesse imprese che operano sul mercato delle sementi, il cui impiego tuttavia ha l'effetto collaterale di diffondere sostanze tossiche nel terreno, nell'aria, nelle acque e nelle falde acquifere. Una soluzione cui le cosiddette *Big Six* (ossia le sei grandi imprese presenti fino a pochi anni fa nell'industria dei semi) avevano pensato per arginare l'uso di pesticidi ed erbicidi è stato sviluppare semi che potessero in qualche modo essere meno esposti all'attacco di parassiti

¹⁶ D. TILMAN, *The Ecological Consequences of Changes in Biodiversity: a Search for General Principles*, in *Ecology*, vol. 80, 1999, pp. 1455-1474.

e piante infestanti, anche se poi, tuttavia, la caratteristica distintiva di questi nuovi semi si è rivelata essere la resistenza alle sostanze chimiche presenti in pesticidi ed erbicidi, in particolare al glifosato presente nel Roundup, uno dei prodotti più venduti dalla Monsanto.

Questa particolare caratteristica delle sementi che sono state diffuse sul mercato negli ultimi trent'anni ha fatto sì che a essere impiegati per la semina fossero perlopiù i semi resistenti a pesticidi ed erbicidi, il che ha determinato una ulteriore riduzione della biodiversità nell'ambito delle coltivazioni e un aumento dell'uso di pesticidi ed erbicidi, visto che si è potuto iniziare ad impiegarli senza che i raccolti ne risentissero¹⁷. Si è venuto a creare, in sostanza, un circolo vizioso che ha avuto come effetti principali una contrazione della biodiversità nell'ambito delle sementi in commercio e un aumento nella dispersione di agenti chimici (spesso nocivi per la salute umana e per la vegetazione circostante) nell'ambiente.

La riduzione della biodiversità in questo ambito è deleteria dal momento che inficia la possibilità che arrivino al consumatore finale alimenti che contengano tutti i nutrienti necessari. Ulteriore elemento che può danneggiare la biodiversità dei semi e dunque dei prodotti agricoli è il ricorso a monoculture, e anche l'aumento delle monoculture è una possibile conseguenza dell'incremento della concentrazione del mercato degli input dell'agricoltura.¹⁸

¹⁷ Al riguardo si veda S. H. BRAGDON, *Global Legal Constraints: How the International System Fails Small Scale Farmers and Agricultural Biodiversity, Harming Human and Planetary Health, and What to Do about It*, in *American University International Law Review*, vol. 36, n. 1, 2020, pp. 2-51; Int'l Panel Of Experts On Sustainable Food Sys., *Too Big To Feed: Exploring The Impacts Of Mega-Mergers, Consolidation And Concentration Of Power In The Agri-Food Sector*; J. CLAPP *cit.* nota 15, articolo quest'ultimo che spiega anche come, molto spesso, le grandi società dell'industria agrochimica producano e mettano in commercio organismi geneticamente modificati, e quindi un'elevata concentrazione in questo mercato reduce significativamente la possibilità degli agricoltori di accedere a semi che non abbiano subito modifiche del genoma, soprattutto in determinati mercati come quello statunitense dove è maggiormente liberalizzato l'uso di OGM rispetto a quanto non lo sia nei mercati cinese ed europeo. Si veda anche I. LIANOS e D. KATALEVSKY, *op. cit.* nota 10, che precisa come negli Stati Uniti gli organismi geneticamente modificati siano più comunemente usati che in Europa.

¹⁸ Sull'importanza della biodiversità in questo ambito e sui rischi del venir meno della stessa: S.H. BRAGDON, *ibidem*; M. A. ALTIERI, *The Ecological Role of Biodiversity in Agroecosystems*, in *Agriculture, Ecosystems & Environment*, vol. 74 n., 1999, pp. 19-31 sottolinea come la biodiversità sia fondamentale anche per la regolazione dei microclimi a livello e dei processi idrogeologici a livello locale, per la soppressione di microrganismi dannosi per le coltivazioni e per depurare le coltivazioni da sostanze chimiche nocive).

2.3.2 Le possibili ripercussioni sulla salute dei consumatori

Particolarmente criticato da diversi esponenti della società civile e della comunità scientifica è l'ampio uso del glifosato che viene compiuto da parte degli agricoltori. In particolare, è controverso se il glifosato sia o meno una sostanza cancerogena, dal momento che esistono vari studi¹⁹ che individuano un rapporto di causalità fra l'esposizione al glifosato e lo sviluppo di tumori (più precisamente, di linfomi non-Hodgkin) e, tra l'altro, anche l'Organizzazione Mondiale della Sanità, mediante l'Agenzia Internazionale per la Ricerca sul Cancro (IARC) ha stabilito come il glifosato sia "potenzialmente cancerogeno"²⁰. Al contrario, l'EPA e la EFSA, le agenzie statunitense ed europea che si occupano di garantire la tutela dell'ambiente, ritengono che il glifosato non sia cancerogeno e pertanto ne hanno autorizzato l'uso^{21,22}. Il fatto che la IARC e l'EPA abbiano raggiunto risultati diversi nella valutazione delle potenzialità cancerogene del glifosato è dovuto, secondo degli esperti²³, alla circostanza che le due agenzie si siano basate su studi diversi per condurre la valutazione²⁴.

Dunque, si può dire che la maggior parte degli esperti della comunità scientifica²⁵ ritiene il glifosato una potenziale causa di linfomi non Hodgkin, mentre voci minoritarie negano

¹⁹ Tra gli altri J.P. MYERS et al., *Concerns Over Use of Glyphosate-Based Herbicides and Risks Associated with Exposures: A Consensus Statement*, in *Environmental Health*, 2016, p. 10; L. ZHANG, I. RANA, R. M. SHAFFER, E. TAIOLI, L. SHEPPARD, *Exposure to glyphosate-based herbicides and risk for non-Hodgkin lymphoma: A meta-analysis and supporting evidence*, in *Mutat Res Rev.*, 2019, pp. 186-206; L. SCHINASI, M. E. LEON, *Non-Hodgkin Lymphoma and Occupational Exposure to Agricultural Pesticide Chemical Groups and Active Ingredients: A Systematic Review and Meta-Analysis*, in *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 2014; S. THONGPRAKAI SANG et al., *Glyphosate Induces Human Breast Cancer Cells Growth via Estrogen Receptors*, in *Food & Chemical Toxicology*, 2013, pp. 129-136.

²⁰ International Agency for Research on Cancer (IARC), *IARC Monographs Volume 112: Evaluation of Five Organophosphate Insecticides and Herbicides*, Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS), 20 marzo 2015.

²¹ Office of Pesticide Programs, Environmental Protection Agency (EPA), *Glyphosate Issue Paper: Evaluation of Carcinogenic Potential*, 2016, pp. 1-13

²² Environmental Protection Agency (EPA), *Glyphosate*, <https://www.epa.gov/ingredients-used-pesticide-products/glyphosate> (consultato il 26 agosto 2024); Autorità Europea per la Sicurezza Alimentare (EFSA), *Glyphosate*, <https://www.efsa.europa.eu/en/topics/topic/glyphosate> (consultato il 26 agosto 2024).

²³ *Op. cit.* nota 11.

²⁴ C. M. BENBROOK, *How Did the US EPA and IARC Reach Diametrically Opposed Conclusions on the Genotoxicity of Glyphosate-Based Herbicides?* in *Environmental Sciences Europe*, 2019 spiega come, nel condurre la valutazione, l'EPA si sia basata su studi non pubblicati che concludevano come il glifosato non sia potenzialmente cancerogeno per l'uomo; mentre la IARC, al contrario, ha fatto riferimento a studi, pubblicati, che ritenevano il glifosato una possibile sostanza cancerogena.

²⁵ V. *supra* J.P. MYERS et al., *op. cit.* nota 19; L. ZHANG et al., *op. cit.* nota 19; L. SCHINASI e M.E. LEON, *op. cit.* nota 19; S. THONGPRAKAI SANG et al., *op. cit.* nota 19.

questa relazione fra il glifosato e i tumori in questione²⁶. Va inoltre segnalato che, negli Stati Uniti, molte persone che per anni sono state esposte al glifosato (perché magari avevano spruzzato il Roundup contro le piante infestanti o anche perché semplicemente si trovavano nei pressi del punto ove il Roundup veniva adoperato) e avevano sviluppato tumori, hanno agito per far valere la responsabilità Monsanto per il danno alla loro salute che ritenevano essere stato loro arrecato proprio dal glifosato, e chiedere il risarcimento dei danni. Questa controversia giudiziaria ha portato al riconoscimento, nella maggior parte delle ipotesi, della responsabilità di Monsanto che aveva continuato a produrre e vendere il Roundup anche dopo che hanno iniziato a diffondersi gli studi sulla nocività del glifosato, e dunque anche le corti adite hanno fatto propria la tesi per cui esiste un collegamento fra l'esposizione al glifosato e lo sviluppo di linfomi non-Hodgkin^{27,28}.

Altri effetti nocivi per la salute umana che si ritiene il glifosato possa indurre sono delle alterazioni del sistema endocrino²⁹ e danni al sistema nervoso³⁰. Per quanto riguarda i possibili danni al sistema nervoso, che comprendono difetti nella creazione della mielina e irregolarità nella crescita dei nervi, non c'è un'opinione univoca sugli esperti su quello che è il tasso di esposizione che determina questi effetti; si concorda tuttavia sul fatto che, per avere queste conseguenze nocive, basta un livello di esposizione inferiore rispetto a

²⁶ V. *supra* le relazioni della EPA e della EFSA citate alla nota 22.

²⁷ Tra l'altro, moltissimi di questi giudizi erano ancora pendenti al momento dell'incorporazione di Monsanto in Bayer, con la conseguenza che Bayer è stata chiamata a risponderne dei danni che le corti hanno ritenuto essere stati causati dal Roundup, per i giudizi definiti successivamente rispetto l'incorporazione.

²⁸ Diverse Corti, negli Stati Uniti, sono state chiamate a pronunciarsi sulla responsabilità della Monsanto (e, dopo la sua incorporazione in Bayer, di quest'ultima) nei confronti degli attori, ossia soggetti che avevano sviluppato linfomi non-Hodgkin e che per anni erano stati esposti al Roundup. Nella gran parte dei casi è stata riconosciuta dalle Corti la responsabilità della società convenuta, con conseguente condanna della stessa al risarcimento dei danni per somme milionarie; in altri casi si è giunti ad un accordo fra attore e convenuto, sempre per somme elevate. Per una sintesi agevole della vicenda giudiziaria e per i più recenti aggiornamenti della stessa: M. GAINES, M. CETERA, *Roundup Litigation Update*, https://www.forbes.com/advisor/legal/product-liability/roundup-lawsuit-update/#roundup_cancer_lawsuits_section (consultato il 26 agosto 2024).

²⁹ Causate in particolare dalla distruzione delle cellule che producono l'ormone progesterone che il glifosato determinerebbe, con una conseguente diminuzione del progesterone nei soggetti interessati, secondo F. YOUNG, D. HO, D. GLYNN e V. EDWARDS, *Endocrine disruption and cytotoxicity of glyphosate and Roundup in human JAR cells in vitro*, in *Integrative Pharmacology, Toxicology and Genotoxicology*, 2015, pp. 12-19

³⁰ C. COSTAS-FERREIRA, R. DURÁN e L. R. F. FARO, *Toxic Effects of Glyphosate on the Nervous System: A Systematic Review*, in *International Journal of Molecular Sciences*, vol. 23, n. 9, 21 aprile 2022, p. 4605.

quello ammesso dalla normativa di settore³¹ che permette l'uso di erbicidi contenenti glifosato³².

Se, come la maggior parte degli studi in materia sostengono, il glifosato dovesse effettivamente essere cancerogeno e danneggiare i sistemi endocrino e nervoso, i conseguenti rischi per l'uomo sarebbero altissimi, vista l'elevata e capillare diffusione del glifosato. A titolo esemplificativo, basta ricordare che nel 2017 residui di glifosato sono stati trovati nei prodotti più disparati e persino in certi prodotti alimentari per bambini³³, il che non sorprende nemmeno troppo se si pensa che, tra sua introduzione nel 1974 e il 2016 sono state diffuse 9,4 milioni di tonnellate di glifosato a livello mondiale³⁴.

Dopo aver incorporato Monsanto, Bayer ha continuato a produrre e porre in commercio erbicidi contenenti glifosato (in particolare, il Roundup di Monsanto)³⁵. Ecco, dunque, che questa fusione offre un esempio lampante dell'estendersi di prassi non sostenibili usate dall'incorporata anche all'incorporante, anche perché, a detta di molti, Bayer ha l'intenzione di continuare non solo la produzione e la commercializzazione del Roundup, ma anche di portare avanti le attività di Monsanto di pressione sui regolatori affinché l'uso del glifosato continui ad essere autorizzato³⁶.

3. Le killer acquisitions e le loro ripercussioni

3.1 Un particolare tipo di fusioni per incorporazione

Un altro ambito nel quale le fusioni (intese soprattutto come concentrazioni) possono avere effetti che si riverberano negativamente sulla sostenibilità è quello delle “killer

³¹ La Sezione 180.364, titolo 40, del *Code of Federal Regulations* contiene l'indicazione di quelle che sono, secondo l'EPA, le soglie di glifosato tollerate da esseri umani, piante e animali che vengono esposti al glifosato.

³² C. COSTAS-FERREIRA, R. DURÁN e L. R. F. FARO, *op. cit.* alla nota 30.

³³ C. GILLAM, *FDA Tests Confirm Oatmeal, Baby Foods Contain Residues of Monsanto Weed Killer*, in *Huffington Post*, 6 dicembre 2017; V. J. WATNICK, *op. cit.* nota 11.

³⁴ V. D. MAIN, *Glyphosate Now the Most-Used Agricultural Chemical Ever*, in *Newsweek*, 2 febbraio 2016.

³⁵ <https://www.cropscience.bayer.it/landing-page/roundup>.

³⁶ V. Natural Resources Defense Council (NRDC), *Comments on Glyphosate Proposed Interim Registration Review Decision (PID)*, Document ID EPA-HQ-OPP-2009-0361-2340, 3 settembre 2019, <https://www.agri-pulse.com/ext/resources/pdfs/g/nrdc-glyphosate-cancer-comments-20190903.pdf> (consultato il 26 agosto 2024), ripreso poi da V. J. WATNICK, *op. cit.* nota 11.

acquisitions”. Il termine, almeno nell’accezione con cui ci si riferisce ad esso comunemente, il quale è stato coniato da Colleen Cunningham, Florian Ederer e Song Ma³⁷ in un articolo del 2018, sta ad indicare acquisizioni di imprese di ridotte dimensioni (ma che sono dedite allo sviluppo di uno o più progetti altamente innovativi), compiute da parte di un’impresa *incumbent* (dunque dominante) sul mercato rilevante. Altro elemento caratterizzante delle *killer acquisitions* è la circostanza che, molto spesso, il corrispettivo al quale queste acquisizioni avvengono è nettamente superiore alla somma del valore di tutti gli *asset* dell’impresa incorporata (inclusi anche l’avviamento e i beni intangibili), ma si colloca al di sotto di quelle che sono le soglie il superamento delle quali determina la sottoposizione della fusione al controllo delle autorità antitrust competenti. Si ritiene³⁸ che le *killer acquisitions* abbiano lo scopo di stroncare sul nascere la possibile concorrenza per l’*incumbent*, che sarebbe altrimenti costituita dall’impresa che viene incorporata la quale, nonostante le spesso ridotte dimensioni e modesto volume di affari, è altamente innovativa e, nel lungo termine, potrebbe diventare concorrente più o meno temibile dell’*incumbent*. Coloro che osservano con sguardo critico le *killer acquisitions* le considerano un efficace strumento a disposizione dell’*incumbent* per mantenere la propria posizione dominante sul mercato, dal momento che tali acquisizioni sono altamente convenienti anche per la società acquisita, o meglio per i soci di essa, i quali ricevono in genere un corrispettivo per l’acquisizione di gran lunga superiore a quello che sarebbe il valore di liquidazione della società e che viene inoltre ricevuto quando l’attività dell’impresa acquisita non va avanti da molto tempo e non è del tutto avviata, quindi in una fase in cui, in assenza della *killer acquisition*, l’incorporata andrebbe normalmente incontro a perdite.

Nell’analizzare i profili critici, per quanto riguarda la sostenibilità, delle *killer acquisitions*, occorre premettere che le criticità possono variare (anche sensibilmente) in base al mercato in cui l’incorporazione si consuma³⁹. Le *killer acquisitions* sono state

³⁷ C. CUNNINGHAM, F. EDERER, S. MA, *Killer Acquisitions*, in *Journal of Political Economy*, vol. 129, n. 3, 2021, pp. 649–702.

³⁸ *Ibidem*.

³⁹ Anche la letteratura in materia di *killer acquisitions* compie analisi differenziate del fenomeno tenendo conto di come esso si manifesti nelle diverse industrie. Cunningham et al., *op. cit.* nota 37 si concentrano sull’industria farmaceutica; A. GAUTIER, J. LAMESCH, *Mergers in the digital economy*, in *Information Economics and Politics*, vol. 54, 2021 considerano invece il fenomeno nel settore digitale; D. SOKOL, *Merger Law for Biotech and Killer Acquisitions*, in *Florida Law Review*, University of Florida Levin

osservate prevalentemente nel settore farmaceutico, nel settore dei dispositivi medici e nel settore digitale. In estrema sintesi, si può anticipare che le possibili minacce poste da queste operazioni variano a seconda del mercato in cui esse intervengono: le *killer acquisitions* nel settore farmaceutico determinano quasi sempre una riduzione dell'innovazione, dal momento che la società incorporante abbandona, nella maggior parte dei casi, i progetti più innovativi portati avanti dall'incorporata e questo può avere conseguenze negative sulla salute dei consumatori, in un mercato in cui nuovi progetti equivalgono a nuovi farmaci che si stanno sviluppando; invece, nel settore digitale, che è altamente concentrato⁴⁰, il nodo veramente critico delle *killer acquisitions* è costituito dall'accumularsi, nelle mani di pochissime società di un'enorme mole di dati, anche personali, riferibili a una miriade di utenti.

3.2 Le killer acquisitions in ambito farmaceutico e sanitario e il diritto alla salute

I primi articoli⁴¹ che hanno affrontato in maniera critica il tema della *killer acquisitions* hanno studiato quelle che avvenivano nel settore farmaceutico.

Gli interpreti che per primi hanno individuato tali operazioni⁴² si concentrano sulle caratteristiche ricorrenti nelle fusioni per incorporazione osservate nel settore farmaceutico e ritenute *killer acquisitions*. In particolare, nella loro riflessione si contrappone una nuova ricostruzione per cui le *killer acquisitions* avrebbero in realtà un effetto deleterio per l'innovazione all'opinione tradizionale per cui l'incorporazione di una nuova impresa particolarmente innovativa da parte di un'impresa in posizione dominante sul mercato è un fenomeno auspicabile, che permetterebbe di mettere insieme

College of Law Research Paper No. 20-49, 2020 esamina invece il settore delle biotecnologie. Taluni hanno criticato questo approccio (v. per esempio J. M. YUN, *Discriminatory Antitrust in the Realm of Potential and Nascent Competition*, in *CPI Competition Law*, George Mason Law & Economics Research Paper No. 22-04, 2022), ma la maggior parte degli interpreti lo ritengono giustificato viste le peculiarità di ogni industria e di come in ognuna di esse le dinamiche di mercato e concorrenziali si sviluppino diversamente (in questo senso M. A. LEMLEY, *Industry-Specific Antitrust Policy for Innovation*, in *Columbia Business Law Review*, n. 3, 2011 pp. 637-653).

⁴⁰ E caratterizzato dal dominio pressoché indiscusso dei cosiddetti "GAFAM", ossia Google (ora Alphabet), Amazon, Facebook (ora Meta), Apple e Microsoft, che sono poi coloro che attuano in questo ambito le *killer acquisitions*.

⁴¹ Tra cui il già citato C. CUNNINGHAM *et al.*, *op. cit.* nota 37; ma anche B. LUNDQVIST, *Killer Acquisitions and Other Forms of Anticompetitive Collaborations (Part II): A Proposal for a New Notification System*, Faculty of Law, Stockholm University Research Paper No. 89 e anche A. C. MADL, *Killing Innovation?: Antitrust Implications of Killer Acquisitions*, in *Yale Journal on Regulation Bulletin*, 2020, pp. 28-52.

⁴² C. CUNNINGHAM *et al.*, *op. cit.* nota 37.

la potenzialità innovativa dell'incorporata con le ingenti risorse (economiche, di *marketing*, di ricerca e sviluppo) dell'incorporante.

Infatti, è osservato come, nel campione di riferimento, dopo l'incorporazione i nuovi progetti dell'incorporata (e paradossalmente quelli più innovativi, il fruttuoso sviluppo dei quali) venissero abbandonati, nella maggior parte dei casi, con la conseguente perdita, da parte dei consumatori, della possibilità di beneficiare di un nuovo farmaco presente sul mercato. L'articolo in esame mette anche in evidenza come le *killer acquisitions* siano ricorrenti nelle ipotesi in cui vi è un elevato grado di affinità fra i prodotti dell'incorporante e il prodotto sviluppato dall'incorporata (nel settore farmaceutico, questo vuol dire che il farmaco che l'incorporata sta sviluppando cura le stesse patologie rispetto a uno dei farmaci dell'incorporante e magari ciò che cambia è solo che il farmaco sviluppato dalla futura incorporata si basa su un diverso principio attivo), dal momento che proprio su prodotti altamente simili potrebbe svilupparsi una concorrenza temibile per l'impresa dominante sul mercato.

La letteratura in materia⁴³ mette anche in evidenza come le *killer acquisitions* non vadano sempre e necessariamente a ledere l'innovazione nell'industria considerata, dal momento che molte imprese che si affacciano sul mercato sono incentivate a far ciò proprio dalla prospettiva della futura incorporazione da parte di imprese di più grandi dimensioni, con la possibilità di ricevere, anche in tempi relativamente brevi, una liquidazione del proprio investimento iniziale a condizioni particolarmente vantaggiose (in primis in termini economici), e quindi tali incorporazioni sembrerebbero fungere da stimolo all'innovazione (e, nel settore farmaceutico, allo sviluppo di nuovi farmaci).

Se questo è comunque un argomento che suggerisce cautela nel proporre possibili restrizioni (indiscriminate) delle sospette *killer acquisitions*, diversi studiosi sottolineano come, in realtà, solo in apparenza questo tipo di fusioni vada a beneficio dell'innovazione, dal momento che vi è una marcata propensione dell'incorporante ad abbandonare i nuovi prodotti sullo sviluppo dei quali si stava concentrando l'incorporata⁴⁴.

⁴³ C. CUNNINGHAM *et al.*, *op. cit.* nota 37; D. SOKOL, *op. cit.* nota 39.

⁴⁴ V. C. CUNNINGHAM *et al.*, *op. cit.* nota 37.

Inoltre, lo stimolo per nuove società che si affacciano sul mercato a sviluppare nuovi farmaci sembra essere limitato ai “*me-too products*”⁴⁵, ossia quei farmaci che presentano un significativo tasso di affinità⁴⁶ rispetto quelli prodotti dalla società dominante sul mercato, il che non è necessariamente un bene per i consumatori (che in questo ambito sono anche i pazienti). Infatti, i *me-too products* presentano sia vantaggi che svantaggi per i consumatori-pazienti. Se, da un lato, questi farmaci possono garantire una maggiore efficacia rispetto a quella del farmaco prototipo (ossia il primo, di una certa classe di farmaci, ad essere stato posto sul mercato), possono rivelarsi efficaci anche per pazienti che non rispondono alla cura mediante il prototipo e talvolta sono più economici del prototipo⁴⁷, è anche da notare come essi possano portare al manifestarsi di nuovi ed ulteriori effetti collaterali, come possano rivelarsi meno efficaci del farmaco prototipo (soprattutto quando la concorrenza del *me-too product* investe il prezzo e non la qualità del prodotto)⁴⁸ e si è anche argomentato⁴⁹ che la ricerca fatta sui farmaci *me-too* distolga l’attenzione dalla ricerca e dallo sviluppo dei cosiddetti “*orphan drugs*”⁵⁰, i farmaci per curare le malattie rare.

⁴⁵ J. K. ARONSON and A. R. GREEN, *Me-too pharmaceutical products: History, definitions, examples, and relevance to drug shortages and essential medicines lists*, in *British Journal of Clinical Pharmacology*, 2020, pp. 2114–2122 offre una sintesi delle varie definizioni che sono state date al termine *me-too products*.

⁴⁶ I *me-too products* curano patologie o disturbi analoghi a quelli già presi di mira da farmaci esistenti e presenti sul mercato, spesso anche avvalendosi del medesimo principio attivo, apportando variazioni minime (magari rispetto alla struttura molecolare) rispetto ai farmaci già in circolazione.

⁴⁷ S. GARATTINI, *Are Me-Too Drugs Justified?*, in *Journal of Nephrology*, vol. 10, n. 6, 1997, pp. 283–294.

⁴⁸ T. H. LEE, “*Me-Too*” *Products - Friend or Foe?*, in *The New England Journal of Medicine*, Boston Vol. 350, Fasc. 3, (15 gennaio 2004): 211-2; S. GARATTINI *ibidem*.

⁴⁹ Da parte di C. CUNNINGHAM *et al.*, *op. cit.* nota 37; e J. LAMATTINA, *Impact of ‘Me-Too’ Drugs on Health Care Costs*, Forbes (19 gennaio 2015),

<https://www.forbes.com/sites/johnlamattina/2015/01/19/impact-of-me-too-drugs-on-health-care-costs/> (consultato il 26 agosto 2024); S. NICHOLSON, *Financing Research and Development*, in *The Oxford Handbook of the Economics of the Biopharmaceutical Industry*, a cura di P. M. DANZON e S. NICHOLSON, Oxford University Press, 2012, pp. 47-74. Di avviso contrario è invece A. C. MADL, *op. cit.* nota 41, che ritiene come le possibili inefficienze del mercato che disincentivano l’investimento sugli *orphan drugs* siano superate dallo stimolo legislativo (soprattutto fiscale) a investire su questo tipo di farmaci.

⁵⁰ Gli *orphan drugs* sono i farmaci che curano le “*orphan diseases*”, ossia le malattie rare. Una società farmaceutica può non essere incentivata a investire sulla ricerca e sullo sviluppo di un *orphan drug* dal momento che ciò comporta costi elevanti (perché molto spesso è necessario trovare un principio attivo utilizzabile e sviluppare un meccanismo di azione prima sconosciuti) e si rischia di non riuscire a coprire i costi con i ricavi attesi (dal momento che solo una piccola percentuale della popolazione potrà essere interessata ad acquistare il farmaco). Per questo motivo, i legislatori di vari ordinamenti hanno promulgato leggi per incentivare (spesso mediante esenzioni fiscali) la ricerca in materia di *orphan drugs*. Si pensi all’*Orphan Drug Act* del 1983 negli Stati Uniti o all’art. 12, par. 3 della Legge Balduzzi (l. 189/2012) Italia (fonte: Agenzia Italiana del Farmaco (AIFA), *Orphan Medicinal Products*, <https://www.aifa.gov.it/en/farmaci-orfani> (ultimo accesso 26 agosto 2024)).

Un altro esempio di come le *killer acquisitions* possano interferire negativamente con la salute dei consumatori (che, giova ricordarlo, in questo ambito sono anche pazienti), è fornito dalla carenza di respiratori negli Stati Uniti durante la prima ondata della pandemia da COVID-19 nella primavera del 2020. Diversi giornalisti⁵¹ hanno imputato (anche) all'incorporazione della Newport Medical da parte della Covidien nel 2012 la carenza di respiratori da parte delle strutture ospedaliere statunitensi nel 2020.

Si è ritenuto che questa fusione fosse una *killer acquisition* per via delle caratteristiche dell'incorporata, dell'incorporante, e delle modalità con cui si è consumata la fusione. Infatti, la Covidien al tempo era una società che occupava una posizione dominante nel mercato della produzione e distribuzione di macchinari usati in ambito medico, mentre la Newport Medical era un'impresa che si era da poco affacciata sul mercato e tuttavia era altamente innovativa e, soprattutto, sarebbe riuscita a vendere i suoi respiratori (che erano anche più efficienti di quelli esistenti all'epoca) al prezzo di \$3.000 l'uno (in un periodo in cui il prezzo di mercato per un respiratore era di \$10.000). Il governo federale statunitense aveva pattuito con Newport l'acquisto di 40.000 respiratori, visto il prezzo altamente competitivo che questa giovane società era in grado di praticare e tuttavia poco dopo (nel 2012) la Covidien incorporò la Newport, interruppe la produzione dei nuovi respiratori (nonostante la Newport avesse a quel punto già fabbricato un prototipo funzionante) e si sciolse dal contratto con il governo federale (in cui era succeduta alla Newport).

Secondo diversi interpreti, questa operazione avrebbe contribuito alla significativa carenza di respiratori negli ospedali durante le prime fasi della pandemia, appunto nel 2020, con un conseguente danno alla salute (e talvolta alla vita) di numerosi pazienti.

Sembra dunque innegabile che, nel momento in cui si verificano in settori legati all'ambito medico e sanitario, le *killer acquisitions* possano aver un significativo impatto negativo sulla salute dei consumatori e, di riflesso, sulla sostenibilità, dal momento che

⁵¹ M. STOELLER, *The Danger of No Antitrust Enforcement: How a Merger Led to the US Ventilator Shortage*; in *ProMarket*, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, 2 aprile 2020; N. KULISH, S. KLIFF e J. SILVER-GREENBERG, *The U.S. Tried to Build a New Fleet of Ventilators. The Mission Failed*, in *The New York Times*, 29 marzo 2020.

sostenibilità è anche rispetto e tutela dei diritti dei consumatori (che rientrano fra gli *stakeholders* i cui interessi e diritti sono compresi nel pilastro *social* della sigla ESG). Un'operazione societaria non è infatti sostenibile anche nel caso in cui essa finisca con l'averne conseguenze negative sulla salute dei consumatori. Le *killer acquisitions* sono un tipo di fusione che ha destato preoccupazioni soprattutto per quanto riguarda la loro attitudine a sfuggire ai controlli delle autorità antitrust, e la letteratura in materia (come si dirà diffusamente più avanti) ha studiato soprattutto come far fronte a questa problematica, dal momento che spesso, nonostante le ridotte dimensioni dell'affare, le *killer acquisitions* finiscono per essere particolarmente insidiose per la concorrenza nel mercato e per la tutela dei consumatori. Tuttavia, minore attenzione è stata dedicata alla necessità di fare attenzione anche alle potenziali conseguenze negative che le *killer acquisitions* possono avere per i diritti degli individui, soprattutto diritti fondamentali, come quello alla salute. Sembra invece necessario implementare la riflessione in materia di *merger control* sulle *killer acquisitions* tenendo conto di queste ulteriori insidie, e tenendo anche in mente che gli effetti delle *killer acquisitions* sui diritti degli individui variano sensibilmente in base al settore in cui esse si verificano.

3.3 Le killer acquisitions nel settore tecnologico e il diritto alla riservatezza

Un ambito in cui invece si è fatta attenzione anche alle possibili ricadute negative delle *killer acquisitions* sui diritti degli individui (segnatamente, sul diritto alla riservatezza) è il settore tecnologico, dell'informatica e dei *social media*.

Prima di affrontare il tema delle *killer acquisitions* occorre fare un accenno alla circostanza che il settore in questione è caratterizzato da un elevatissimo tasso di concentrazione e al contempo dalla presenza di innumerevoli *start-up*⁵². Infatti, sul mercato spiccano quattro⁵³ società che hanno un volume di affari, un patrimonio e un

⁵² DIGITAL COMPETITION EXPERT PANEL, *Unlocking Digital Competition: Report of the Digital Competition Expert Panel*, CMA, 2019; C. TURGOT, *Killer Acquisitions in Digital Markets: Evaluating the Effectiveness of the EU Merger Control Regime*, in *European Competition and Regulatory Law Review*, 2021, pp. 112-121.

⁵³ Cinque se si include anche Microsoft, anche se l'inclusione di Microsoft può essere considerata necessaria o meno a seconda del mercato che si prende in considerazione. Le quattro società in questione sono Alphabet (Google), Apple, Meta (Facebook) e Amazon.

fatturato notevolissimi⁵⁴. È stato rilevato che, a partire dalla fine del primo decennio di questo millennio, nel settore in questione si sono verificate diverse centinaia⁵⁵ di fusioni per incorporazione (in cui l'incorporante era sempre una tra Google, Apple, Facebook e Amazon) di *start-up* che sono definibili come *killer acquisitions* secondo i giuristi e gli economisti che hanno studiato il fenomeno⁵⁶. Infatti, tali operazioni acquisitive sono caratterizzate dal fatto che l'incorporante è, per l'appunto, una delle società egemoni del mercato mentre l'incorporata è una *start-up* altamente innovativa, che offre un servizio che, dopo l'incorporazione, viene integrato nella gamma di servizi offerti dall'incorporante.

Tuttavia, è piuttosto pacifico che le *killer acquisitions* nel settore della tecnologia, dell'informatica e dei *social media* presentino anche degli elementi caratterizzanti che le distinguono significativamente dalle *killer acquisitions* che si verificano in ambito farmaceutico e sanitario. Come si accennava poco fa, non è affatto inusuale che dopo un'incorporazione l'incorporante mantenga in vita le innovazioni e i servizi propri dell'incorporata, e proprio per questo si è argomentato, non senza un fondamento, che le incorporazioni da parte di una fra Google, Apple, Facebook o Amazon giovino all'innovazione, dal momento che favorirebbero la concorrenza sull'innovazione (fra le varie *start-up* che si affacciano sul mercato) e permetterebbero sinergie fra l'incorporata, che appunto introduce nuove idee e nuovi servizi, e l'incorporante, che ha a disposizione ingenti risorse con cui sviluppare appieno le innovazioni introdotte dall'incorporata.

Dunque, queste operazioni acquisitive permetterebbero all'incorporante di avere un flusso pressoché continuo di nuove idee e progetti che già sono stati accolti positivamente dal mercato (dal momento che le incorporazioni delle *start-up* avvengono

⁵⁴ Un patrimonio combinato di \$5 trilioni, secondo SUBCOMMITTEE ON ANTITRUST, COMMERCIAL AND ADMINISTRATIVE LAW OF THE COMMITTEE ON THE JUDICIARY, *Investigation of Competition in Digital Markets*, 2020, pp. 406-446.

⁵⁵ C. TURGOT, *op. cit.* nota 52; M. ROBERTS, *Killer acquisitions and the death of competition in the Digital economy*, in *The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 24, 2022, pp. 52-114; SUBCOMMITTEE ON ANTITRUST, COMMERCIAL AND ADMINISTRATIVE LAW OF THE COMM. ON THE JUDICIARY, *ibidem*.

⁵⁶ C. TURGOT, *op. cit.* nota 52; K. FAYNE, K. FOREMAN, *To Catch a Killer: Could Enhanced Premerger Screening for "Killer Acquisitions" Hurt Competition?*, in *Antitrust Magazine*, Primavera 2020; P. ALEXIADIS, Z. BOBOWIEC, *Eu merger review of "killer acquisitions" in digital markets threshold issues governing jurisdictional and substantive standards of review* in *Indian Journal of Law and Technology*, vol. 16, n. 2, 2020, pp. 64-102.

solo con riferimento a quelle che hanno riscosso un certo successo presso gli utenti), riducendo contemporaneamente e significativamente le spese di ricerca e sviluppo⁵⁷, mentre, qui ancor di più che nell'ambito farmaceutico e sanitario, l'incentivo per l'incorporata ad essere acquisita, così potendo liquidare agilmente e a condizioni estremamente vantaggiose l'investimento iniziale, è una delle principali molle che la spingono a trovare idee innovative che rispondano ai più disparati bisogni dei consumatori⁵⁸.

E qui, a differenza che nel settore farmaceutico e sanitario, questi vantaggi per le società coinvolte non sembrano coesistere con le conseguenze negative per gli *stakeholders* (e *in primis* per i consumatori) che discendono dalla riduzione dell'innovazione, dal momento che l'innovazione non è affatto pregiudicata da queste incorporazioni ma sembra esserne, al contrario, agevolata.

E allora sorge spontanea una domanda: quali sono i profili di criticità delle *killer acquisitions* in questo ambito? E, a monte, è opportuno chiamare queste fusioni per incorporazione *killer acquisitions* dal momento che esse non sembrano determinare la morte (metaforicamente) di alcuna idea?

Innanzitutto, non è del tutto pacifico che questo tipo di incorporazione giovi all'innovazione. Infatti, secondo alcuni interpreti⁵⁹, la circostanza che affacciarsi sul mercato *tech* voglia dire andare incontro ad un'incorporazione quasi certa da parte di uno dei giganti del settore digitale costituisce un forte deterrente dal tentare di entrare in tale mercato, con la conseguenza che la dinamica prima descritta finirebbe per pregiudicare, e non implementare, l'innovazione. È stato anche constatato da uno studio condotto da un comitato parlamentare statunitense come l'attitudine ad avviare nuove imprese e ad avere iniziativa imprenditoriale in questo mercato si sia notevolmente ridotta negli ultimi

⁵⁷ P. ALEXIADIS, Z. BOBOWIEC, *ibidem*.

⁵⁸ K. FAYNE, K. FOREMAN *op. cit.* nota 56, citando SILICON VALLEY BANK, *US Startup Outlook 2019: Key Insights From The Silicon Valley Bank Startup Outlook Survey 10*, 2019, riporta come il 50% delle *start up* intervistate dalla Silicon Valley Bank (che stava conducendo uno studio annuale) avesse come obiettivo di lungo periodo quello di essere incorporata

⁵⁹ M. ROBERTS, *op. cit.* nota 55.

decenni⁶⁰, e ciò potrebbe essere imputabile anche alla crescita smisurata del potere di mercato delle pochissime società che lo dominano.

Quindi se davvero così fosse, l'innovazione sarebbe a rischio nei mercati digitali, dal momento che le spinte innovative già da tempo provengono pressoché esclusivamente dalle *start up*, essendo carente l'incentivo per le *big tech* ad inventare nuovi prodotti o servizi⁶¹.

Si è anche argomentato⁶² come la carenza di innovazione possa arrecare danno alla *privacy* e il diritto alla riservatezza dei consumatori, dal momento che anche le misure messe a punto per tutelare i dati personali degli utenti necessitano di un costante aggiornamento e dovrebbero evolversi di pari passo con l'evolversi dei servizi e prodotti offerti dai giganti *tech*.

Inoltre, è stato notato come, nei mercati digitali, l'effetto rete giochi un ruolo fondamentale nel determinare il successo di una società: tanti più utenti si rivolgono alla società per ottenerne servizi, quanto più ampi sono i margini di successo di essa sul mercato. Questo effetto è evidente se si pensa ai *social media*, dove la possibilità di essere connessi con un numero enorme di utenti è la chiave per creare una piattaforma di successo e per attirare sempre più utenti. Quando, a seguito di fusione per incorporazione di una *start up*, Google, Apple, Facebook o Amazon inseriscono nella gamma di prodotti e servizi da loro offerti anche quelli propri della società appena incorporata, gli utenti dell'incorporata divengono utenti dell'incorporante (a meno che non lo fossero già e, in questo caso, divengono utenti dell'incorporante per quanto riguarda quello specifico prodotto o servizio), ampliando ulteriormente la platea di utenti delle *big tech*. E l'effetto rete si rafforza, così attirando entro la cerchia di utenti di esse ancora più utenti (perché tanto più è ampia la rete, quanto più è forte l'effetto rete). L'accrescersi della cerchia di utenti di una fra Google, Apple, Facebook o Amazon vuol dire l'aumento dei dati

⁶⁰ SUBCOMMITTEE ON ANTITRUST, COMMERCIAL AND ADMINISTRATIVE LAW OF THE COMM. ON THE JUDICIARY, *op. cit.* nota 60.

⁶¹ “Meglio acquistare che competere”, ha detto Mark Zuckerberg (in First Amended Complaint for Injunctive and Other Equitable Relief, in *Federal Trade Commission v. Facebook, Inc.*, No. 1:20-cv-03590-JEB (D.D.C. Aug. 19, 2021)), fondatore e amministratore delegato di Facebook (ora parte del gruppo Meta), e possiamo ragionevolmente pensare che tale affermazione valga anche per quanto riguarda l'innovazione e la concorrenza su di essa.

⁶² M. ROBERTS, *op.cit.* nota 55.

(personali e non) in possesso delle *big tech*, dati che possono riguardare i più disparati aspetti della vita dell'individuo dal momento che, come si è accennato, gli utenti hanno accesso a svariati servizi offerti dalle grandi società digitali e per ogni servizio di cui si fruisce vi saranno diversi dati che vengono forniti. Si è infine osservato⁶³ come anche la carenza di pressione concorrenziale sia un elemento che va a scapito della *privacy* e della tutela dei dati (anche personali) degli utenti.

L'aumento esponenziale di dati nelle mani di Google, Apple, Facebook o Amazon non è tuttavia da demonizzare in sé e per sé, bisogna analizzare lucidamente quelle che sono le possibili insidie che possono sorgere e guardare anche ai problemi che sono concretamente sorti.

Si è già accennato come la situazione attuale dei mercati digitali possa non fornire alcuno stimolo ai giganti *tech* per implementare le misure di sicurezza a tutela dei dati personali e della *privacy* degli utenti. È intuitivo capire come questi problemi non possano che accentuarsi con il crescere dei dati nelle mani di Google, Apple, Facebook o Amazon cui rischia di essere fornita una protezione inadeguata. E sono ormai noti i rischi⁶⁴ che si annidano in una protezione dei dati (soprattutto personali) insufficiente: maggiore esposizione ai *data breaches*⁶⁵, possibilità di influenzare il comportamento dell'utente (*in primis*, ma non solo, per quanto riguarda le sue scelte di acquisto), possibilità di prevedere il comportamento dell'utente, profilazione, fino alle conseguenze più gravi ed eclatanti, come per esempio la manipolazione dell'utente e l'influenza delle sue scelte, anche politiche⁶⁶.

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ M. E. STUCKE, *Here Are All the Reasons It's a Bad Idea to Let a Few Tech Companies Monopolize Our Data*, in *Harvard Business Review*, 2018, pp. 28-34.

⁶⁵ Ossia l'ingresso, da parte di *hacker*, nel sistema informatico per appropriarsi di dati personali o comunque appendere le informazioni in essi racchiuse.

⁶⁶ Si pensi per esempio al noto scandalo mediatico *Cambridge Analytica* e alla manipolazione, da parte della società Cambridge Analytica (che aveva accesso ai dati degli utenti Facebook), delle scelte politiche di migliaia, se non milioni, di elettori che erano anche utenti Facebook e dei quali (proprio osservando il loro comportamento sulla piattaforma) si riuscirono a ricostruire non solo l'orientamento politico, ma anche le modalità più efficaci per far sì che essi votassero in un certo senso (anche durante le elezioni presidenziali statunitensi del 2016 e durante il *referendum* per la *Brexit*). Per una spiegazione del fenomeno: P. DAY, *Cambridge Analytica and Voter Privacy. New Challenges in Election Oversight & Regulation*, in *Georgetown Law Technology Review*, 2019-2020, pp. 583-607; A. VERMA, K. JAWANDA, A. KAUR, *Data Privacy and Cambridge Analytica: A Case Study*, in *Supremo Amicus*, 2021, p. 368.

Alla luce di queste riflessioni, è possibile concludere che anche nel settore *tech* le *killer acquisitions* restano tali, anche se con caratteristiche e rischi differenti rispetto a quelli che si hanno nel settore farmaceutico e sanitario, e che possono determinare seri pregiudizi alla tutela dei dati personali degli utenti.

4. *Il merger control nel quadro normativo attuale delle due sponde dell'Atlantico*

Prima di riflettere sulle più auspicabili metodologie di intervento che potrebbero essere impiegate per arginare gli effetti negativi per la sostenibilità che possono derivare dalle concentrazioni, occorre menzionare qual è la disciplina attuale in materia di concentrazioni e controllo delle stesse, focalizzando la riflessione sul ruolo delle autorità antitrust, ruolo che cambia in base all'ordinamento considerato che può essere cruciale nell'individuazione delle soluzioni più adeguate a garantire una maggiore attenzione ai temi di sostenibilità nelle operazioni societarie straordinarie.

4.1 *Il merger control nell'ordinamento di Italia e Unione Europea: cenni*

4.1.1 *L'individuazione delle operazioni da sottoporre a scrutinio e i principali elementi procedurali*

In Italia e nell'Unione Europea non sono sottoposte a controllo le fusioni, ma bensì le concentrazioni, il fenomeno economico per cui si determina una “modifica duratura del controllo di un'impresa”⁶⁷, a prescindere dallo strumento di diritto societario mediante cui tale effetto si realizza⁶⁸.

Per quanto concerne il *merger control*, sono sottoposte ad esso solo le concentrazioni che superano determinate soglie dimensionali e lo scrutinio è portato avanti dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) per quanto riguarda le concentrazioni

⁶⁷ Art. 3 Reg. (CE) 139 del 2004.

⁶⁸ Si può infatti avere concentrazione come effetto di una fusione, di una cessione di ramo d'azienda, di creazione di una *joint venture* o quando, tramite diritti, contratti o altri mezzi, si acquisisce il controllo di un'impresa, quel che rileva è che comunque vi sia una modifica stabile e proiettata su un orizzonte temporale ampio del controllo dell'impresa.

che hanno un rilievo nazionale⁶⁹, dalla Commissione UE per quanto riguarda quelle di dimensione eurounitaria⁷⁰. Più precisamente, il superamento da parte dell'operazione delle soglie rilevanti fa sorgere l'obbligo, per le imprese interessate, di notificare la concentrazione all'autorità di regolazione competente, la quale avvierà la propria valutazione della concentrazione. È opportuno segnalare sin da ora come l'obbligo di notificazione sia ancorato al fatturato⁷¹ delle imprese interessate più che alle dimensioni dell'operazione (guardando, per esempio, a quello che è il corrispettivo per un'acquisizione). Inoltre, con il comma 1-*bis* dell'art. 16 l. 287/1990, introdotto dalla l. 118/2022, si è introdotta la possibilità per l'AGCM, al ricorrere di determinate condizioni⁷², di richiedere la notifica di concentrazioni che siano al di sotto delle soglie di notifica ma che comunque pongano “ *concreti rischi per la concorrenza nel mercato nazionale, o in una sua parte rilevante, tenuto anche conto degli effetti pregiudizievoli per lo sviluppo e la diffusione di imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative*”. Tale modifica legislativa mira a far sì che vengano attratte nell'orbita del *merger control* dell'autorità nazionale anche alcune *killer acquisitions*⁷³.

⁶⁹ Il fatturato totale realizzato a livello nazionale dalle imprese interessate supera i €532.000.000 e il fatturato totale realizzato individualmente a livello nazionale da almeno due delle imprese interessate supera i €32.000.000, secondo l'art. 16 della l. 287/1990 per come modificato dall'art. 17 l. 214/2023, recante la “Legge per il mercato e la concorrenza 2022”.

⁷⁰ Il fatturato mondiale complessivo delle imprese interessate supera i €5.000.000.000, il fatturato totale nell'Unione Europea di almeno due delle imprese interessate supera i €250.000.000 e ciascuna impresa interessata non deve realizzare più di due terzi del suo fatturato realizzato complessivamente nell'Unione in uno e un solo stato membro. I tre requisiti devono ricorrere congiuntamente. Si ha la competenza esclusiva della Commissione UE anche per le concentrazioni che non superano queste soglie ma che, contemporaneamente, interessino imprese con un fatturato mondiale totale superiore a €2.500.000.000, che fatturano oltre €100.000.000 in ciascuno stato di almeno tre stati membri, quando in ciascuno stato di almeno tre stati membri il fatturato di almeno due imprese interessate è superiore a €25.000.000 e ciascuna impresa interessata non realizzi oltre i due terzi del fatturato in uno e un solo stato membro. Tali indicazioni sono contenute all'art. 1 del Regolamento (CE) 139/2004.

Va inoltre segnalato che l'art. 22 del Regolamento attribuisce all'esame della Commissione concentrazioni che, pur non superando le soglie dimensionali indicate, determinino effetti significativi al di fuori dei confini di uno stato membro (i cd. *Cross border effects*).

⁷¹ In particolare, si guarda al fatturato delle singole imprese interessate e vi si somma il fatturato del gruppo a cui ciascuna impresa interessata appartiene, sia secondo il diritto europeo che secondo il diritto nazionale. Il Regolamento comunitario impone di sottrarre al fatturato così ottenuto i ricavi derivanti dalle operazioni *intercompany*, ossia quelle che intervengono nell'ambito del medesimo gruppo.

⁷² Purché l'operazione superi uno solo dei due requisiti che devono ricorrere congiuntamente ex art. 16 l. 287/1990 (fatturato realizzato in totale dalle imprese interessate superiore a €532.000.000 quando almeno una di esse fattura più di €32.000.000 a livello nazionale), il fatturato totale delle imprese interessate superi €5.000.000.000 a livello globale e, appunto, sussistono “ *concreti rischi per la concorrenza nel mercato nazionale, o in una sua parte rilevante, tenuto anche conto degli effetti pregiudizievoli per lo sviluppo e la diffusione di imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative*”.

⁷³ V. *infra* il §2 del Cap. II.

Con riferimento alle concentrazioni sottoposte allo scrutinio della Commissione, oltre alle dimensioni delle imprese interessate si guarda anche all'attività delle stesse, che deve dispiegarsi sul territorio di più di uno Stato membro (o su quello di più di due Stati membri, per le concentrazioni di dimensioni ridotte che devono comunque essere notificate alla Commissione).

Per quanto riguarda invece la procedura di *merger control* vera e propria, il Regolamento UE impone di notificare l'operazione alla Commissione prima che la concentrazione sia portata a compimento e produca i suoi effetti e non è possibile che si dia attuazione all'operazione prima che la Commissione la dichiari compatibile con il mercato comune⁷⁴. La violazione di questi obblighi, volontaria o per negligenza, comporta l'irrogazione di sanzioni pecuniarie per le imprese interessate, che possono arrivare fino al 10% del fatturato totale dell'impresa⁷⁵. Al contrario, la disciplina nazionale non contempla un simile obblighi.

Entrambe le procedure (sia quella innanzi all'autorità nazionale che quella di fronte alla Commissione) si articolano in maniera bifasica: nella prima fase l'autorità porta avanti un primo esame dell'operazione per vedere se essa potrebbe essere incompatibile con il mercato comune mentre nella seconda viene portata avanti un'istruttoria più approfondita che si rende necessaria solo nel caso in cui durante, la prima fase, si siano riscontrate criticità dal punto di vista della tutela della concorrenza⁷⁶.

Di particolare interesse sono gli impegni, ossia rimedi e modifiche al progetto dell'operazione di concentrazione che si giudichino opportuni per far sì che l'operazione sia ritenuta compatibile col mercato comune, e che le imprese interessate devono adottare per ottenere l'approvazione della Commissione o dell'AGCM rispetto alla loro operazione. Gli impegni servono a mitigare i timori che una concentrazione può suscitare sul piano della tutela della concorrenza, e consentono di approvare operazioni che si

⁷⁴ L'obbligo di cd. *standstill*, previsto dall'art. 7§1 Regolamento (CE) 139/ 2004.

⁷⁵ Ex art. 14§2 Regolamento (CE) 139/ 2004.

⁷⁶ Più precisamente, quando si teme che la concentrazione possa determinare la costituzione o il rafforzamento di posizione dominante sul mercato, in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza. Le due fasi delle procedure in parola sono descritte dall'art. 6 Regolamento (CE) 139/ 2004 e dall'art. 16, commi 4 e 5 della l. 287/1990.

ritiene inopportuno vietare del tutto visti i possibili effetti positivi cui esse possono dar luogo⁷⁷.

Nel caso in cui le parti violino il divieto di concentrazione eventualmente imposto dalla Commissione o dall'AGCM o realizzino la concentrazione ignorando gli impegni assunti, l'autorità competente potrà ordinare alle parti il ritorno allo *status* precedente la fusione, infliggere sanzioni di mora, adottare provvedimenti cautelari atti a ripristinare la concorrenza effettiva sul mercato e anche revocare le autorizzazioni eventualmente rilasciate⁷⁸. La sola Commissione, non l'AGCM, gode del potere di ordinare la dissoluzione della concentrazione qualora sia questo l'unico strumento che consenta il ripristino della concorrenza effettiva sul mercato⁷⁹; A livello nazionale, se una concentrazione ha effetti distorsivi della concorrenza ed è già stata realizzata, l'AGCM può al più prescrivere le misure necessarie all'eliminazione di tali effetti e al ripristino della concorrenza effettiva sul mercato⁸⁰.

4.1.2 Le valutazioni delle autorità antitrust

Occorre soffermarsi sui criteri e modalità di valutazione seguiti dalla Commissione e dall'AGCM per analizzare la concentrazione e la compatibilità di essa con il mercato comune.

Sia nella disciplina comunitaria che in quella nazionale, assume un peso assorbente il “*Significant impediment to effective competition*” test (cd. SIEC test), ossia una modalità di valutazione della concentrazione che consente di ponderare se (e in che misura) la concentrazione possa determinare un impedimento significativo della concorrenza effettiva sui mercati rilevanti. Il test in questione già da tempo era il canone fissato dal reg. 139/2004⁸¹ per guidare la Commissione nella propria valutazione e adesso anche

⁷⁷ A livello di UE, l'art. 6§2 del Regolamento (CE) 139/ 2004 si occupa dell'individuazione degli impegni quando essa avviene nella prima fase della procedura, mentre l'art. 8§2 disciplina gli impegni adottati nella seconda fase. A livello nazionale è l'art. 14-ter l. 287/1990 il riferimento normativo in tema di impegni.

⁷⁸ La relativa disciplina è contenuta all'art. 8§3 Regolamento (CE) 139/ 2004 e art. 15 l. 287/1990.

⁷⁹ Ex art. 8§4 Regolamento (CE) 139/ 2004.

⁸⁰ Art. 18, comma 3, l. 287/1990.

⁸¹ Infatti, secondo l'art. 2 par. 3 del Regolamento, la Commissione dichiara incompatibile con il mercato comune le operazioni di concentrazione che “*ostacolano 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*”.

l'art. 6, comma 1 della l. 287/1990⁸² vi fa riferimento. In particolare, le autorità vietano la concentrazione nel caso in cui, soprattutto mediante la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato, essa determini un ostacolo significativo alla concorrenza effettiva sul mercato.

Vi sono ulteriori elementi che la Commissione e l'AGCM tengono in considerazione durante la valutazione delle operazioni di concentrazione sottoposte al loro *merger control*.

Secondo l'art. 2§1 del Regolamento (CE) 139/ 2004, la Commissione deve considerare anche la necessità di preservare e sviluppare la concorrenza effettiva nel mercato comune, la posizione sul mercato delle imprese partecipanti all'operazione, il potere economico e finanziario di esse, la possibilità di scelta per i fornitori e utilizzatori nonché il loro accesso alle fonti di approvvigionamento e agli sbocchi sul mercato, la eventuale presenza di barriere all'entrata del mercato, la situazione di domanda e offerta dei prodotti, gli interessi dei consumatori, l'evoluzione del progresso scientifico ed economico nel settore. Fattori pressoché equivalenti vengono considerati dall'AGCM nel valutare le concentrazioni di rilievo nazionale, secondo l'art. 6, comma 1, della l. 287/1990.

Fondamentali per comprendere come, in concreto, la Commissione porti avanti le sue procedure di *merger control* e per capire quali siano i parametri (anche numerici e matematici) cui l'autorità fa riferimento, sono anche gli *Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese*, ossia la comunicazione⁸³ della Commissione che esplicita i parametri di valutazione seguiti dall'istituzione europea⁸⁴.

⁸² In particolare, il comma in parola prevede espressamente che l'AGCM debba valutare se la concentrazione crei un ostacolo significativo alla “*concorrenza effettiva nel mercato nazionale o in una sua parte rilevante, in particolare a causa della costituzione o del rafforzamento di una posizione dominante*”. La modifica all'art. 6 l. 287/1990 che ha inserito anche nella disciplina nazionale il SIEC test è stata apportata dall'art. 32, l. 118/2022.

⁸³ Comunicazione 2004/C31/03.

⁸⁴ Emerge in tale comunicazione come di cruciale importanza, nella valutazione, sia il calcolo dell'HHI, ossia l'Indice di Herfindahl-Hirschman, che indica, numericamente, il livello di concentrazione di mercato. L'HHI esprime il valore della concentrazione in un mercato in un singolo numero, uguale alla somma dei quadrati delle quote di mercato (espresse in percentuale) detenute dalle singole imprese presenti sul mercato rilevante e può oscillare fra un valore minimo di 0, che esprime la concorrenza perfetta (quando ogni impresa presente sul mercato detiene una quota di mercato praticamente nulla, per cui la somma dei quadrati di 0 è in tutto 0) e un massimo di 10.000, che al contrario esprime la presenza di un monopolio sul mercato (con una sola impresa che detiene una quota di mercato del 100%, e 100^2 è 10.000). Quanto più il numero

È anche importante segnalare, ai fini dell'analisi seguente, che il Considerando 29 del Reg. (CE) 139/2004 prevede che, nell'approvare o vietare una concentrazione, la Commissione debba tenere in considerazione anche gli eventuali incrementi in termini di efficienza che derivano da essa, soprattutto guardando agli effetti dell'operazione per i consumatori. Tali effetti positivi della concentrazione devono essere bilanciati con i rischi per la concorrenza che essa pone⁸⁵. Anche l'art. 6 comma 1 della l. 287/1990 prevede che l'AGCM dovrà considerare sia gli effetti restrittivi della concorrenza che i benefici che derivano dalla concentrazione, durante la valutazione della compatibilità dell'operazione con la normativa nazionale.

4.2 La disciplina corrispondente negli Stati Uniti d'America

Negli Stati Uniti d'America sono la Federal Trade Commission (FTC) e l'Antitrust Division del Department of Justice (DOJ) a portare avanti i procedimenti di *merger control*. Nella maggior parte dei casi si ha la competenza della FTC, e solo l'Antitrust Division del DOJ può irrogare sanzioni penali per reati antitrust e ha competenza esclusiva nei procedimenti di valutazione delle fusioni in determinati ambiti, come per esempio quelle nel settore delle telecomunicazioni, in quello delle ferrovie o quello bancario. Ai fini della nostra analisi risulta utile concentrarsi sul procedimento presieduto dalla FTC.

è alto, tanto maggiore è il livello di concentrazione nel mercato. Ai §§19-20 degli *Orientamenti*, viene spiegato come non desti preoccupazioni concorrenziali un HHI di valore inferiore a 1.000 (calcolato considerando la situazione che si avrebbe sul mercato nel caso in cui la concentrazione dovesse realizzarsi), né un HHI comprese fra 1.000 e 2.000 nel caso in cui il Delta (ossia la variazione nell'HHI, la differenza aritmetica fra l'HHI calcolato immediatamente prima e quello che si ha immediatamente dopo la concentrazione) sia inferiore a 250 e nemmeno un HHI superiore a 2.000 quando il delta è inferiore a 150. Tirando le somme possiamo dire che la concentrazione non è, secondo la commissione, in grado di pregiudicare la concorrenza nel mercato comune o nel caso in cui essa determini un basso livello di concentrazione nel mercato o comunque essa determini una variazione minima del tasso di concentrazione di esso.

⁸⁵ Le considerazioni di efficienza relative agli effetti delle concentrazioni sono anche oggetto di alcuni paragrafi delle Linee guida in materia di concentrazioni orizzontali, in particolare i §§78-79, le cui previsioni potrebbero rivelarsi molto utili a garantire una maggiore attenzione alle tematiche di sostenibilità in sede di scrutinio antitrust. V. *infra* il §4 del Cap. III.

I procedimenti della FTC sono di tipo paragiurisdizionale⁸⁶, o *quasi-judiciary*, per usare un'espressione della Corte Suprema Statunitense⁸⁷.

Per quanto riguarda, più nello specifico, il procedimento di *merger control* vero e proprio, esso si avvia con la presentazione di un modulo compilato da parte delle imprese che intendono procedere ad una concentrazione. Anche negli Stati Uniti, come in Europa, l'apertura della procedura di scrutinio della concentrazione dipende dal superamento di certe soglie dimensionali che fanno riferimento sia al valore dell'operazione che al fatturato delle imprese interessate⁸⁸ (a differenza di quanto avviene nell'UE e nei suoi Stati membri, ove le soglie dimensionali rilevanti guardano al solo fatturato)⁸⁹. Il procedimento in parola è anch'esso di natura paragiurisdizionale, con la FTC che conduce un'istruttoria e le imprese interessate alle quali sono garantiti il contraddittorio e il diritto di difesa.

Con riferimento ai criteri usati dall'autorità per valutare la compatibilità delle operazioni sottoposte al suo scrutinio con la legge federale, il parametro di valutazione fondamentale è posto dalla Sezione 7 del Clayton Act che prevede in generale il divieto di operazioni di concentrazione che potrebbero avere come effetto una riduzione sostanziale della concorrenza nel mercato rilevante o che comunque tendano a creare monopoli.

⁸⁶ Il procedimento si apre con una contestazione scritta elaborata dalla FTC e indirizzata al privato; a partire da essa si sviluppa un contraddittorio fra il privato (il più delle volte un'impresa) cui sono addebitate violazioni antitrust e l'autorità di regolazione; vi è poi una fase di *discovery* nella quale si hanno la produzione di documenti, interrogazioni scritte, richieste per l'ammissione di prove, deposizione da parte di persone informate sulle circostanze che possono avvenire oralmente o per iscritto. Ognuna delle parti ha diritto a ricevere previa notifica degli atti del procedimento, di sottoporre a esame incrociato i testimoni, produrre prove, presentare mozioni e obiezioni. Le decisioni vengono prese, in seno alla FTC, dagli Administrative Law Judges, che a discapito del nome non sono figure sovrapponibili ai giudici amministrativi ma sono funzionari della FTC. Le loro decisioni non costituiscono, formalmente, l'ultima parola della FTC (e dunque dell'esecutivo) sulla questione decisa; quindi, non possono essere impugnate davanti ai tribunali federali ma solo innanzi alla FTC stessa. In caso di impugnazione, sono i commissari della FTC a emanare una decisione, questa volta definitiva e impugnabile davanti al giudice federale.

⁸⁷ *Humphrey's Executor v. U.S.*, 295 U.S. 602 (1935).

⁸⁸ Il modulo, detto modulo HSR (da *Hart Scott Rodino Act*, la legge del 1976 che lo ha introdotto), va compilato quando il valore dell'operazione superi i \$478.000.000 o quando detto valore è inferiore alla soglia di \$478.000.000 ma superiore a \$119.500.000 e la fusione riguarda almeno un'impresa il cui patrimonio valga oltre \$239.000.000 e una il cui patrimonio valga più di \$23.900.000 (tali valori sono aggiustati in base all'inflazione e da ultimo sono stati aggiornati al 21 febbraio 2024, v. <https://www.federalregister.gov/documents/2024/02/05/2024-02227/revised-jurisdictional-thresholds-for-section-7a-of-the-clayton-act>). I criteri di individuazione delle concentrazioni da sottoporre a scrutinio sono riportati nella Sezione 7A dell'Hart Scott Rodino Act.

⁸⁹ V. *supra* §4.1.1.

Gli interpreti⁹⁰ notano come, dal secondo dopoguerra fino ai primi anni di questo secolo, l'obiettivo della FTC nel valutare (e poi quindi approvare o vietare) le concentrazioni fosse il mantenimento di una certa struttura di mercato, in particolare quella di un mercato altamente concorrenziale costituito perlopiù da imprese di ridotte dimensioni. Invece, a partire dalle linee guida della FTC e del DOJ sulle concentrazioni orizzontali del 2010⁹¹ ciò a cui guarda l'autorità di regolazione nelle procedure di *merger control*, in fase di valutazione della concentrazione, sono gli effetti di essa sulla concorrenza, avendo ora gli effetti sulla struttura del mercato un rilievo secondario.

Nella valutazione della FTC, così come in quella della Commissione UE, ha un ruolo chiave l'HHI⁹².

Le criticità, dal punto di vista della tutela della concorrenza, che sono poste dalla concentrazione devono essere bilanciate dall'autorità con eventuali effetti positivi, sul piano dell'efficienza, che la concentrazione stessa determini, come per esempio un abbassamento dei prezzi praticati dall'impresa risultante dalla fusione e possibile perché, combinando le forze delle imprese partecipanti alla concentrazione, essa è in grado di contenere i costi; un altro esempio di efficienza in questo senso è il miglioramento della qualità del prodotto. Tuttavia, è onere delle imprese interessate dimostrare che si avranno efficienze di questo tipo, dal momento che le efficienze possono solo essere previste e il loro realizzarsi non è certo; inoltre, la formulazione di previsioni a questo riguardo dipende da dati che sono, molto spesso, in possesso delle sole imprese interessate⁹³.

⁹⁰ H. LANGER, S. C. LAI, *Competition Law in the United States*, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2014.

⁹¹ U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE E FEDERAL TRADE COMMISSION, *Horizontal Merger Guidelines*, 2010.

⁹² In particolare, se a causa della concentrazione l'HHI dovesse variare di meno di 100 unità, allora la concentrazione non avrà, secondo la FTC, effetti negativi sulla concorrenza e, parimenti, non destano preoccupazioni le concentrazioni che si verificano in mercati scarsamente concentrati, con HHI inferiore a 1500. Invece, in un mercato moderatamente concentrato, il cui HHI è compreso fra 1500 e 2500, una variazione di HHI superiore a 100 desta sospetti e probabilmente determinerà la sottoposizione della concentrazione a uno scrutinio più approfondito da parte della FTC (stesse conseguenze per le concentrazioni che si verificano in mercati altamente concentrati, con HHI superiore a 2.500, e una variazione di HHI compresa fra 100 e 200). Infine, una variazione dell'indice superiore a 200 in un mercato altamente concentrato determinerà una presunzione per cui si ha un incremento del potere di mercato dell'impresa risultante o incorporante, con conseguente inversione dell'onere della prova che andrà a carico delle imprese interessate che, per ottenere il *placet* dell'autorità, dovranno dimostrare che la concentrazione non aumenta eccessivamente il loro potere di mercato. U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE E FEDERAL TRADE COMMISSION, *ivi* §5.3.

⁹³ U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE E FEDERAL TRADE COMMISSION, *ivi* §10 riporta esempi e più ampie considerazioni in tema di efficienze.

Le concentrazioni di tipo verticale e conglomerale non sono prese in esame dalle *Guidelines* del 2010 e, più in generale, le autorità antitrust statunitensi molto raramente vanno ad esaminare i potenziali effetti verticali e conglomerali delle fusioni sottoposte al loro scrutinio.

Al termine delle sue valutazioni, la FTC potrà autorizzare, con o senza condizioni, la concentrazione. A differenza di quanto avviene sull'altra sponda dell'Atlantico, l'autorità non ha il potere di bloccare l'operazione mediante divieto della stessa, ma potrà adire un giudice federale, se ritiene che la concentrazione possa determinare una sostanziale riduzione della concorrenza o tendere alla creazione di un monopolio nel mercato rilevante e solo il giudice, con un'ingiunzione, può vietare l'operazione.

È importante segnalare la presenza dei *consent orders*, ossia i documenti con i quali la FTC indica le condizioni al ricorrere delle quali la concentrazione verrà approvata. Essi svolgono un ruolo affine a quello cui assolvono, nel contesto europeo e nazionale, gli impegni.

4.3 L'applicazione di queste procedure in concentrazioni con implicazioni potenzialmente negative per la sostenibilità

Sono talvolta emerse criticità nell'applicazione (o nella non applicazione) dei procedimenti di *merger control* appena descritti alle concentrazioni che presentano profili problematici per quanto riguarda la sostenibilità.

Va premesso che i limiti di volta in emersi, e messi in rilievo dagli interpreti, variano in ragione del tipo di concentrazione considerata, ma si pone comunque la necessità di una riflessione di più ampio respiro per capire come le autorità di regolazione del mercato e forse in generale i legislatori potrebbero modificare il loro agire in maniera tale da far sì che i problemi che si sono avuti in passato non si presentino nuovamente in futuro.

Per esempio, nelle fusioni del settore agrochimico si è spesso lamentata sia la carenza di considerazione del potenziale e negativo impatto ambientale della fusione⁹⁴. Invece, per

⁹⁴ V. I. LIANOS e D. KATALEVSKY, *op. cit.* nota 10, soprattutto con riferimento alla fusione Bayer-Monsanto. Tra l'altro, anche degli *stakeholders* avevano sollecitato la Commissione a considerare l'impatto che la fusione avrebbe avuto sul piano ambientale, e tale sollecitazione è stata anche riportata dalla

quanto riguarda le *killer acquisitions*, il problema è che molto spesso tali operazioni, per come sono strutturate, riescono del tutto a sfuggire all'esame delle autorità di regolazione⁹⁵, o perché si collocano sotto le soglie di fatturato rilevanti (in ambito europeo) oppure perché sono di valore troppo esiguo (nell'ambito dei controlli sulle concentrazioni operati dalla FTC); inoltre, non sempre è facile etichettare chiaramente un'acquisizione come *killer acquisition*⁹⁶. È anche capitato che un'operazione sia stata correttamente individuata come *killer acquisitions*, sottoposta a scrutinio da parte delle autorità antitrust, ma in seguito comunque approvata da esse: questo è dovuto a un problema di scarsa integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle valutazioni delle autorità dedite a *merger control*, problema che si pone quindi con riferimento a tutte le concentrazioni a potenziale impatto negativo per la sostenibilità.

Nell'affrontare il discorso su tali complessità, bisogna innanzitutto premettere che le autorità di regolazione hanno considerato principalmente (e a volte esclusivamente) i profili di tutela della concorrenza e del consumatore o non hanno sottoposto a scrutinio certe operazioni (poi descritte come *killer acquisitions*) dal momento che così erano statutariamente e legalmente tenute ad agire. Non esistono ad oggi strumenti normativi o di *soft law* che indichino alle autorità di regolazione europee e statunitensi di tenere in considerazione, prima di approvare una concentrazione, anche i rischi per l'ambiente o per la sostenibilità in generale che le grandi concentrazioni possono porre; né vi è una discrezionalità⁹⁷ delle autorità di regolazione nell'individuazione delle concentrazioni che è opportuno esaminare.

Commissione nella decisione finale, nonostante l'autorità non le abbia, alla fine, dato seguito. COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.8084 – *Bayer / Monsanto*, Decisione del 29 maggio 2018.

⁹⁵ S. SMITH, M. HUNT, *Killer Acquisitions and PayPal/iZettle*, in *Competition Law Journal*, vol. 18, n. 4, 2019, pp. 162-166; A. C. MADL, *op. cit.* nota 41.

⁹⁶ D. SOKOL, *op. cit.* nota 39.

⁹⁷ Anche se va riportato già da ora che sono state segnalate (per esempio da R. PODSZUN, *Thresholds of Merger Notification. The Challenge of Digital Markets, the Turnover Lottery, and the Question of Re-interpreting Rules*, in *Research Handbook in Competition & Technology*, di P. L. PARCU, M. A. ROSSI, M. BOTTA, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2024) delle aperture in questo senso dalla Commissione europea in una recente comunicazione (COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti della Commissione sull'applicazione del meccanismo di rinvio di cui all'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni per determinate categorie di casi*, in GUUE C. 113 del 31 marzo 2021, pp. 1-6) che permetterebbero una lettura più ampia e flessibile dell'art. 22 del Reg. (CE) 139/2004, norma che consente alle autorità di regolazione del mercato nazionali, al ricorrere di certe condizioni, di deferire l'esame di una concentrazione alla Commissione pur in assenza del superamento delle soglie fissate dal medesimo regolamento, v. *infra* §2.3.1 del Cap. II. A livello nazionale invece, tale discrezionalità è espressamente ammessa dall'art. 16 co. 1-bis l 287/1990, v. *infra* §3.6 Cap. II.

Si è anche espressa la necessità, in una prospettiva di più ampio respiro, di rivedere il quadro normativo e di *soft law* attuale in materia di *merger control* per incentivare la in maniera più significativa la coordinazione fra autorità di regolazione e anche per portare le stesse a prendere in considerazione la sostenibilità nei loro procedimenti volti a concedere o negare l'autorizzazione a una concentrazione, nonché sono state avanzate proposte (e talvolta anche adottate soluzioni legislative) per evitare che le *killer acquisitions* (o operazioni sospettate come tali) sfuggissero all'esame delle autorità di regolazione.

È innanzitutto necessario capire come poter garantire la tutela e valorizzazione della sostenibilità nell'ambito delle concentrazioni: demandando le relative valutazioni alle autorità di regolazione? Immaginando il un intervento legislativo? Oppure lasciando che il mercato e gli operatori privati individuino spontaneamente una soluzione?

Per quanto concerne invece le potenziali esternalità negative delle *killer acquisitions*, il dibattito sul come risolverle è piuttosto sviluppato e vi è un'ampia letteratura su vantaggi e svantaggi delle possibili soluzioni immaginabili. Oltretutto, vi sono state soluzioni concrete adottate per intercettare le *killer acquisition*, sottoporle a scrutinio antitrust e provarne a mitigare gli effetti negativi, soluzioni che rappresentano indubbiamente un miglioramento rispetto al passato ma che necessitano di ulteriore elaborazione e sviluppo⁹⁸.

Alla luce di queste premesse, occorre esaminare più da vicino i limiti degli strumenti attualmente a disposizione di legislatori e regolatori per controllare le concentrazioni, limiti che hanno, in passato, impedito a certe concentrazioni di produrre effetti pregiudizievoli per la sostenibilità.

4.3.1 Criticità emerse nelle grandi concentrazioni del settore agrochimico

Già prima che le tre grandi fusioni del settore agrochimico si consumassero, gli interpreti avevano espresso le loro perplessità su di esse e soprattutto sulla fusione Bayer/Monsanto, visto che, essendo stata questa l'ultima fusione del tre (in termini cronologici) si andava ad inserire in un mercato che, già inizialmente concentrato, era andato consolidandosi notevolmente nei mesi precedenti l'operazione. Infatti, date le peculiarità del mercato e

⁹⁸ V. *infra* §3 Cap. II.

anche dell'operazione in sé, certi studiosi⁹⁹ avevano persino prognosticato che le autorità di regolazione competenti non avrebbero approvato la fusione in questione.

Perplessità concorrenziali a parte, è stata più volte espresso il timore circa l'impatto che le *mega mergers* avrebbero potuto avere sui temi legati alla sostenibilità come, per esempio, l'innovazione¹⁰⁰ (soprattutto nella fusione Bayer-Monsanto, ancora una volta). In particolare, si era notato come le due società, prima della fusione, avessero dichiarato come l'operazione sarebbe stata loro utile per contenere i costi in materia di ricerca e sviluppo e questo aveva fatto temere¹⁰¹ che tali dichiarazioni volessero celare l'intento delle società di smettere di investire in ricerca e sviluppo, beneficiando della riduzione nel numero di società nel mercato e quindi dell'allentamento della pressione concorrenziale sull'innovazione.

Sono poi già note le potenziali minacce che si temeva la fusione potesse porre alla sostenibilità ambientale (soprattutto riduzione della biodiversità e diffusione del glifosato) e conseguentemente anche per la salute dei consumatori finali.

È interessante notare come le preoccupazioni per la sostenibilità (e, più in generale, quelle non legate alla concorrenza) poste dalla concentrazione Bayer-Monsanto siano state segnalate alla Commissione europea da esponenti della società civile¹⁰², che hanno espresso la necessità (da loro avvertita) che la Commissione considerasse anche l'impatto che la concentrazione avrebbe potuto avere sulla sostenibilità ambientale e agricola e quindi le sue conseguenze sulla salute pubblica e dei consumatori finali. Tali desideri erano stati anche espressi da membri del Parlamento europeo e del Bundestag tedesco nonché da singoli cittadini europei che avevano rivolto una petizione alla Commissione esternando i loro timori circa gli effetti che la fusione avrebbe potuto avere sulla sicurezza alimentare, sull'ambiente, sugli ecosistemi e sulla salute umana.

⁹⁹ Quali, per esempio, I. LIANOS e D. KATALEVSKY, *op. cit.* nota 10; A: DOUGLAS, *Agribusiness and antitrust: the Bayer-Monsanto merger, its legality, and its effect on the United States and European Union*, in *Global Business Law Review*, 2018, p. 156.

¹⁰⁰ J. CLAPP, *cit.* nota 15; A: DOUGLAS, *ibidem*.

¹⁰¹ J. CLAPP, *ibidem*.

¹⁰² In particolare da Avaaz, IPES-Food e l'Arbeitsgemeinschaft bäuerliche Landwirtschaft e.V., le quali sono, rispettivamente: un'organizzazione che è attiva, fra le altre cose nella lotta ai cambiamenti climatici e in tutela dei diritti umani; un'organizzazione *non-profit* con lo scopo di promuovere la transizione verso un sistema alimentare sostenibile; un'organizzazione di agricoltori tedeschi che non si occupa solo della tutela degli interessi della categoria ma anche dello sviluppo di un sistema agricolo sostenibile.

È stato anche segnalato¹⁰³ come la Commissione dovesse integrare nelle sue valutazioni una considerazione per la tutela dell'ambiente, per la sicurezza alimentare, per lo sviluppo sostenibile e la salute pubblica dal momento che anch'essi sono obiettivi dell'Unione Europea fissati dai trattati e di cui l'Unione deve tenere conto nell'attuazione delle sue politiche, come da artt. 7 TFUE in connessione con gli artt. 9 e 11 TFUE.

Di tutto ciò si dà conto nella decisione finale¹⁰⁴ della Commissione che ha approvato l'operazione. In essa si è riconosciuta l'importanza di questi obiettivi (legati alla sostenibilità), anche nelle procedure di *merger control*, ma i potenziali rischi per la sostenibilità posti dalla concentrazione sono stati considerati non tanto come effetto diretto dell'operazione, quanto più come una conseguenza ulteriore di essa e derivante dalla riduzione della concorrenza nel mercato rilevante e si è dedicata una valutazione *ad hoc* solo ai possibili effetti dell'operazione sull'innovazione. Quindi, la Commissione ha ritenuto che tali rischi sarebbero stati arginati con l'adozione di certe misure correttive, in particolare con la cessione di certe linee produttive e attività di ricerca e sviluppo in favore della BASF¹⁰⁵, altra grande società del settore, dal momento che questi impegni erano, secondo giudizio della Commissione, adeguati a superare i timori in materia di concorrenza e concorrenza sull'innovazione che la concentrazione poneva. Nel prosieguo della decisione la Commissione ha precisato anche come il punto focale delle sue analisi in materia di *merger control*, ex art. 2§2 del Reg. (CE) 139/2004 e in base ai considerando 2,3,4,5,6,7,23 e 24 del medesimo regolamento, fosse la tutela della concorrenza e l'impatto della concentrazione su di essa, potendo la Commissione prendere in considerazione gli altri obiettivi dell'Unione solo nei limiti fissati dal diritto derivato rilevante (qui, il Reg. (CE) 139/2004) e l'art. 2§2 è chiaro nello specificare che solo nel caso di creazione di un ostacolo significativo alla concorrenza effettiva nel mercato o in una parte sostanziale di essa una fusione può essere bloccata.

Pertanto, la considerazione degli aspetti legati alla sostenibilità poteva essere, secondo la Commissione, solo ancillare rispetto alle valutazioni legate alla concorrenza. E invece

¹⁰³ Dall' Avaaz, dell' IPES-Food e dall' Arbeitsgemeinschaft bäuerliche Landwirtschaft e.V.

¹⁰⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 94.

¹⁰⁵ La decisione della Commissione sulla concentrazione Bayer-Monsanto (v. COMMISSIONE EUROPEA, *ibidem*) descrive nel dettaglio gli impegni assunti da Bayer.

una riflessione *ad hoc* è stata dedicata dalla Commissione all'impatto sull'innovazione proprio perché la concorrenza sull'innovazione è un elemento che il regolamento segnala come rilevante. Però comunque, la Commissione ha ritenuto che la cessione in favore di BASF fosse sufficiente ad annichilire i rischi per la concorrenza (anche nell'ambito dell'innovazione).

Più ampio spazio alle riflessioni in materia di concorrenza sull'innovazione è stato dedicato nella decisione che ha approvato la fusione Dow-Dupont¹⁰⁶, ma comunque lo scrutinio della Commissione è sfociato nell'approvazione (condizionata) dell'operazione. Riflettendo sui passaggi della decisione in cui si dà spazio all'innovazione, gli interpreti¹⁰⁷ hanno ritenuto che, per quanto le possibili conseguenze negative di una concentrazione sull'innovazione possano essere marcate e persino note alla Commissione, esse (almeno a normativa invariata) non possono essere sufficienti a negare il *placet* alla concentrazione, perché le considerazioni determinanti restano quelle legate all'impatto dell'operazione sui prezzi, sulla qualità dei prodotti e sul benessere dei consumatori.

4.3.2 Le problematiche relative alle killer acquisitions

Le *killer acquisitions* pongono, principalmente, un duplice ordine di problemi: il primo ha a che fare con la loro attitudine a sfuggire al controllo delle autorità antitrust, con la difficoltà di individuare le *killer acquisitions* come tali; il secondo riguarda invece gli aspetti più sostanziali, gli effetti negativi che le *killer acquisitions* determinano, soprattutto sui diritti dei consumatori e utenti finali. Le prime soluzioni che si sono avanzate in questo ambito riguardano prevalentemente l'identificazione delle *killer acquisitions* e la sottoposizione a scrutinio antitrust delle operazioni sospette tali, anche nei (frequenti) casi in cui si tratti di operazioni sottosoglia. Le riflessioni che investono i problemi per così dire sostanziali sono invece più recenti, meno consolidate, ma non per questo meno promettenti e meritevoli di essere approfondite.

¹⁰⁶ Un'ampia riflessione riguardo l'impatto delle concentrazioni sull'innovazione e le teorie sviluppate dagli economisti sul modo in cui valutare tale impatto è compiuta dalla Commissione nell'Annex 4 della decisione che approva la concentrazione, ossia la decisione COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.7932 — *Dow/DuPont*, del 27 marzo 2017. V. *infra* il §3.3.2 del Cap. II per una più dettagliata ricostruzione del contenuto della decisione.

¹⁰⁷ N. PETIT, *cit.* nota 12.

Comunque, prima di esaminare le soluzioni, proposte e adottate, per arginare la criticità delle *killer acquisitions*, è opportuno soffermarsi sui problemi che si sono posti in concreto quando sono state compiute *killer acquisitions*, sempre distinguendo in base al settore in cui operano le imprese interessate.

Per quanto riguarda il settore farmaceutico e dei dispositivi medici, si è già segnalata l'attitudine delle acquisizioni di società di piccole dimensioni nei primi anni di attività da parte di imprese dominanti nel settore a ledere l'innovazione e conseguentemente minare la possibilità che nuovi farmaci o nuovi dispositivi per l'assistenza medica (o ancora, farmaci o dispositivi più efficienti) vengano sviluppati e messi sul mercato. Si è anche notato come questo rischio sia tanto più marcato quanto maggiore è il tasso di affinità fra uno dei prodotti della società *leader* del mercato e il prodotto della *start up*.

I pionieri della riflessione sulle *killer acquisitions*¹⁰⁸ notano come, almeno fino al 2018, le acquisizioni che si collocano appena al di sotto delle soglie rilevanti (entro il 5% in meno delle soglie di fatturato) per la sottoposizione al controllo delle autorità abbiano una possibilità dell'11,3% maggiore di essere *killer acquisitions* rispetto a quelle operazioni in cui le società coinvolte hanno un fatturato appena al di sopra (entro il 5%) rispetto alle soglie fissate.

Anche nell'ambito dei dispositivi medici le acquisizioni di società altamente innovative da parte delle società *leader* sul mercato sfuggono alle valutazioni delle autorità antitrust, come nel già citato caso dell'acquisizione della Newport da parte della Covidien.

Nel settore digitale, l'asimmetria tra il valore dell'operazione (che si riflette nel corrispettivo per l'acquisizione che viene reso dall'incorporante in favore dell'incorporata) e il fatturato dell'incorporata, è dovuta al fatto che le *start up*, in questo mercato, nei loro primi anni di attività sono più che altro concentrate sull'estendere il più possibile la loro base di utenti, anche a costo di subire delle perdite nel breve periodo, perché poi queste perdite, almeno normalmente, saranno più che compensate dai vantaggi che si avranno grazie ad una vasta platea di utenti e grazie all'effetto di rete.

¹⁰⁸ C. CUNNINGHAM *et al.*, *op cit.* nota 37.

Come si è detto, e come si dirà anche più avanti nell'analisi, ciò su cui si sono concentrati gli interpreti e i legislatori è la possibilità di modificare i criteri di sottoposizione delle concentrazioni al controllo delle autorità antitrust per far sì che anche sospette *killer acquisitions* (o almeno quelle potenzialmente più critiche¹⁰⁹) rientrino nell'orbita delle operazioni sottoposte a *merger control*.

Tuttavia occorre notare che, anche riuscendo a individuare opportuni strumenti per garantire la sottoposizione di *killer acquisitions* o di fusioni sospette tali allo scrutinio delle autorità antitrust, questo di per sé non basta a neutralizzare i potenziali rischi di questo tipo di operazioni per la sostenibilità e *in primis* per l'innovazione, vista la tradizionale riluttanza da parte delle autorità antitrust a integrare nelle loro valutazioni delle considerazioni estranee a quelle legate ai valori della tutela della concorrenza e del benessere del consumatore. Infatti, tutte le considerazioni compiute sul paragrafo precedente circa la (non) inclusione della valutazione dei profili di sostenibilità nei controlli delle autorità antitrust si ripropongono anche per quanto riguarda le *killer acquisition*, seppur declinate diversamente.

Sembra opportuno quindi constatare che, una volta chiarito come le *killer acquisitions* possono essere adeguatamente (e senza pregiudizi per il mercato) intercettate dalle autorità antitrust, si deve compiere un passo successivo nell'analisi e riflettere sulla possibilità che nell'ambito del *merger control* si consideri anche come queste acquisizioni possano impattare l'innovazione e i diritti dell'individui, in particolare il diritto alla salute (nel settore farmaceutico e dei dispositivi medici) e il diritto alla riservatezza (nei mercati digitali).

Occorre dunque procedere all'analisi delle soluzioni che sono state proposte, muovendo dalla riflessione sul tema delle *killer acquisitions*, vista la maggiore elaborazione che si è compiuta in materia e dato che, più volte, le proposte avanzate dalla dottrina sono state

¹⁰⁹ Per esempio, quelle in cui si verifica una netta sproporzione tra il corrispettivo dell'acquisizione risultano e il fatturato dell'incorporata, che viene acquisita per un prezzo nettamente superiore rispetto al valore del suo patrimonio. In questi casi la sproporzione potrebbe rispecchiare il valore che l'acquisizione ha per l'incorporante, la quale potrebbe essere disposta ad erogare elevate somme pur di eliminare concorrenti (in prospettiva molto competitivi) dal mercato e, nell'ambito della *tech industry*, per entrare in possesso del gran volume di dati degli utenti in possesso di *start up* che, per quanto giovani e con esiguo fatturato, abbiano già un'ampia base di utenti.

recepiti dalle autorità antitrust e dai legislatori; per quanto riguarda invece le soluzioni relative ad una maggiore integrazione dei temi di sostenibilità nelle concentrazioni, la riflessione dottrinale è più giovane, molte proposte sono allo stadio embrionale, e poche di esse si sono concretizzate. Risulta utile, dunque, ragionare sugli sviluppi in materia di *killer acquisitions* per vedere se e in che misura essi possano essere impiegati per una valorizzazione della sostenibilità, latamente intesa, durante le operazioni societarie straordinarie.

CAPITOLO II

ARGINARE LE *KILLER ACQUISITIONS*

1. *Introduzione*

Venendo all'esame delle soluzioni proposte e concretamente adottate per contrastare gli effetti negativi e non sostenibili delle *killer acquisitions*, occorre ricordare in via preliminare quali sono i profili critici di questo tipo di acquisizioni: la loro attitudine a sfuggire ai controlli delle autorità di regolazione¹ e il loro impatto distruttivo per l'innovazione il quale, avendosi molto spesso *killer acquisitions* in settori in cui l'innovazione ha un ruolo cruciale e in cui sono spesso toccati i diritti degli utenti e consumatori finali, finisce per ripercuotersi sul benessere di quest'ultimi.

Muovendo proprio da queste due caratteristiche delle *killer acquisitions*, è possibile operare, a fini espositivi, una prima macro distinzione fra le soluzioni avanzate che tentano di permettere o facilitare le autorità antitrust nell'intercettazione delle *killer acquisitions* (e dunque, le soluzioni che consentono di individuare le *killer acquisitions* come tali) e quelle che invece puntano a modificare le priorità perseguite dalle autorità antitrust nella loro attività di *merger control*, soluzioni che quindi guardano più al merito e alla sostanza dell'operazione che alle sue caratteristiche estrinseche. Le soluzioni di questo tipo sembrano costituire la strada più promettente per una più consapevole reazione delle autorità alle insidie poste dalle *killer acquisitions*, ma è al contempo necessario non sminuire le potenzialità della prima categoria di soluzioni visto che, per valutare una *killer acquisition* e il suo eventuale impatto negativo su innovazione e diritti degli utenti e consumatori, è necessario che sia stata avviata una procedura di *merger control* e che quindi la *killer acquisition* sia stata riconosciuta come tale, intercettata dall'autorità antitrust, e siano state messe a fuoco tutte le potenziali problematiche che l'incorporazione potrà innescare.

Ciò premesso, è possibile iniziare l'esame delle soluzioni proposte.

¹ V. *ex multiis* S. SMITH, M. HUNT, *op. cit.* alla nota 95 del Capitolo I.

2. I criteri che facilitano l'individuazione delle killer acquisitions

2.1 La modifica delle soglie dimensionali per ancorare lo scrutinio al valore della transazione

2.1.1 L'idea di fondo e il suo presupposto concettuale

Una delle soluzioni più di frequente proposte in ambito di *killer acquisitions* ha a che fare con la modifica, qualitativa, delle soglie dimensionali il superamento delle quali determina la sottoposizione dell'operazione allo scrutinio dell'autorità antitrust. Infatti, sia in Europa² che in Italia³, il criterio fondamentale in base al quale sono individuate le soglie rilevanti per il *merger control* è quello del fatturato delle imprese coinvolte (sia il fatturato complessivo che quello individuale) il quale, tuttavia, non consente l'individuazione di gran parte delle *killer acquisitions*⁴. La soluzione in esame suggerisce invece di guardare a quello che è il valore dell'operazione, il corrispettivo dell'acquisizione⁵, e muove da una critica all'assunto di fondo del Reg. (CE) 139/2004 (e delle normative nazionali che fissano soglie dimensionali legate al fatturato). Tale assunto di fondo è che la concentrazione è pericolosa per la concorrenza nel caso in cui determini l'eliminazione di un importante concorrente dal mercato, e l'importanza del concorrente viene individuata anzi quantificata guardando al fatturato di esso. La critica⁶ (che è poi alla radice della formulazione di questa e altre soluzioni) è che il fatturato non rispecchia necessariamente il potenziale e l'importanza (sul piano della concorrenza) di un'impresa concorrente, e questo vale a maggior ragione quando i principali *assets* di un'impresa sono costituiti dai suoi progetti di ricerca e sviluppo.

Un esempio lampante di come non sempre il fatturato è indicativo del valore intrinseco dell'incorporata, e dell'inadeguatezza dei criteri esistenti in Europa ad individuare le *killer acquisitions* è fornito dall'incorporazione di Instagram da parte di Facebook per \$1

² Art.1 §§2,3 reg. 139/2004.

³ Art. 16 co.1 l. 287/1990.

⁴ Perché, come discusso nel capitolo precedente, nella maggior parte dei casi l'incorporata in una *killer acquisition* è una *start-up* a fatturato nullo o addirittura in perdita. V. *supra* §3.1 Cap. I e anche C. TURGOT, *op. cit.* alla nota 52 dal Capitolo I.

⁵ Dal momento che, nella gran parte delle *killer acquisitions* esaminate, il corrispettivo per l'incorporazione è alquanto elevato, in considerazione del potenziale innovativo che l'incorporante riconosce all'incorporata. La fissazione del corrispettivo è spesso del tutto svincolata dal fatturato dell'incorporata. V. *supra* §3.1 Cap. I.

⁶ Lucidamente formulata da, fra gli altri, C. TURGOT, *op. cit.* alla nota 52 dal Capitolo I.

miliardo, in un periodo, il 2012, in cui i ricavi di Instagram erano nulli⁷. Anche nelle istituzioni europee si va diffondendo la consapevolezza dei limiti dei criteri legati al fatturato: infatti, la Commissaria UE per la concorrenza Vestager, già dal 2020⁸ ha riconosciuto come i requisiti di sottoposizione a *merger control* che siano ancorati al fatturato non siano sempre adeguati a individuare le criticità sottese all'operazione (soprattutto in industrie altamente innovative, quali quella farmaceutica e quella digitale).

2.1.2 Riflessioni critiche e limiti della proposta

Vi sono aspetti positivi e negativi per quanto riguarda questa soluzione. Un indubbio vantaggio è che, facendo tale criterio leva su soglie numeriche (come i criteri ancorati al fatturato delle imprese coinvolte), risulta valorizzata la certezza del diritto e di conseguenza la capacità di pianificazione per le società, le quali potranno serenamente programmare le loro operazioni e avere la sicurezza di andare esenti dal *merger control* nel caso in cui la loro operazione abbia un valore inferiore a quello fissato nella soglia dimensionale. L'individuazione di un criterio oggettivo è essenziale per definire con certezza la competenza delle autorità antitrust e l'ambito delle concentrazioni che verranno sottoposte a scrutinio⁹. Un altro vantaggio¹⁰ è che tale criterio sembra più idoneo di altri (e in particolare di quelli legati al fatturato delle imprese coinvolte) a riflettere l'impatto dell'operazione sul mercato, sulla concorrenza, e soprattutto sull'innovazione, soprattutto quando ad essere incorporata è una *start-up* i cui ricavi sono nulli (o quasi) o anche negativi.

Una prima obiezione¹¹ a questa soluzione è che adottarla potrebbe ostacolare l'efficienza del mercato, complicare le condizioni di società che intendano procedere a concentrazione e oberare le autorità antitrust, che si troverebbero a dover scrutinare molti casi in più. Per superare questa criticità alcuni interpreti hanno proposto una variante del criterio qui in discussione: non sottoporre automaticamente a scrutinio tutte le

⁷ Per un esame critico del caso e il suo inquadramento nell'ambito delle *killer acquisitions* del settore *tech*, v. *ex multis* M. ROBERTS, *op. cit.* alla nota 52 del Capitolo I; R. PODSZUN, *op. cit.* alla nota 97 del Capitolo I.

⁸ M. VESTAGER, *The future of EU merger control*, Ventiquattresima Conferenza Annuale dell'International Bar Association, 11 settembre 2020.

⁹ Questo aspetto positivo è lucidamente esposto da R. PODSZUN, *op. cit.* alla nota 97 del Capitolo I.

¹⁰ Acutamente messo in rilievo da C. TURGOT, *op. cit.* alla nota 52 del Capitolo I.

¹¹ Sollevata, *ex multis*, da P. ALEXIADIS, Z. BOBOWIEC, *op. cit.* nota 56 del Capitolo I.

concentrazioni che presentino un corrispettivo per l'incorporazione superiore a un certo valore, ma permettere alle autorità antitrust di compiere delle valutazioni preliminari per stabilire quali, fra queste operazioni sopra soglia, potrebbero essere *killer acquisitions* meritevoli di essere sottoposte a un più attento esame.

Più precisamente, una dottrina minoritaria¹² ha sostenuto che è utile ancorare le soglie del *merger control* al valore della transazione, ma che tale valore non possa essere l'unico riferimento. Secondo questa opinione è preferibile che il corrispettivo dell'acquisizione funga da campanello dall'allarme per l'autorità antitrust competente, la quale dovrebbe poi valutare se l'elevato valore dell'operazione sia sproporzionato rispetto al fatturato dell'incorporata e se esso rifletta anche la volontà, da parte dell'incorporante, di cannibalizzare un concorrente nascente percepito come minaccioso dall'incorporante in virtù del suo alto potenziale innovativo, che potrebbe in futuro permettere al concorrente nascente di erodere la fetta di mercato coperta dall'incorporante (e questa seconda valutazione, concernente la volontà dell'incorporante, dovrebbe essere portata avanti con particolare rigore nel caso in cui l'incorporante ricopra una posizione dominante sul mercato). Solo nel caso in cui l'autorità antitrust dovesse ritenere che vi è una sproporzione fra prezzo dell'incorporazione e fatturato dell'incorporata, che questa sproporzione si giustifica in ragione dell'elevato potenziale innovativo che l'incorporante riconosce all'incorporata e che l'incorporante percepisce l'incorporata come una minaccia (e dunque, solo se ricorrono le caratteristiche essenziali di una *killer acquisition*), l'autorità dovrebbe procedere a una valutazione di merito.

Un limite di questa soluzione è che essa sembra lasciare eccessivo spazio alla discrezionalità delle autorità di regolazione, e si pone in contrasto con quella che è stata la scelta di fondo del legislatore europeo (e nazionale, se guardiamo alla normativa antitrust degli stati membri, prima fra cui l'Italia), ossia affidarsi a un criterio oggettivo (delle soglie numeriche) per individuare le concentrazioni da sottoporre a scrutinio. La discrezionalità c'è, ma viene in rilievo al momento della valutazione dell'operazione e delle sue caratteristiche, non al momento dell'individuazione delle operazioni che

¹² V. per esempio M. BOURREAU, A. DE STREEL, *Digital Conglomerates and EU Competition Policy*, in SSRN, 11 marzo 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3350512, consultato il 29 agosto 2024.

suscitano l'allerta del regolatore. E l'impiego di un parametro oggettivo è un qualche cosa cui i legislatori e regolatori europei non sono ancora disposti a rinunciare. Ciò è testimoniato, per esempio, dalle recenti modifiche alla legge antitrust tedesca¹³, che sono state apportate proprio per far fronte alle insidie delle *killer acquisitions*, introducendo criteri numerici, ancora una volta.

Tornando alla proposta nella sua formulazione più generale, una ulteriore criticità riscontrata è che il valore di una operazione acquisitiva può variare sensibilmente in base al mercato considerato. C'è il rischio che, nel fissare le nuove soglie numeriche, il legislatore o regolatore individui il valore rilevante considerando solo le peculiarità di un certo mercato (o di un novero di mercati ristretto). Senza considerare che il concetto di elevato, sproporzionato valore di una concentrazione può dipendere dalle caratteristiche degli ordinamenti in cui operano le società coinvolte¹⁴.

È stato anche argomentato¹⁵ che, in presenza di un criterio del genere, sarebbe possibile per le società, attraverso vincoli contrattuali, *joint ventures* e in generale collaborazioni che non necessitano di una concentrazione, eludere con relativa semplicità la sottoposizione a *merger control* e al contempo conseguire gli stessi risultati ottenibili con una *killer acquisition*. Infatti, per citare un esempio che si rifà al settore farmaceutico, due società potrebbero stabilire che gli scienziati che lavorano per una *startup* e sono

¹³ Nel 2017, la Germania ha emendato la Sezione 35 della *GWB-- Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen*, la legge tedesca a tutela della concorrenza, in maniera tale che la stessa oggi prevede che saranno sottoposte allo scrutinio del *Bundeskartellamt*, l'autorità tedesca per la concorrenza, non solo le concentrazioni in cui le società parte hanno un fatturato globale complessivo superiore a (1) €500 milioni e (2) il fatturato domestico di una delle società coinvolte è superiore a €50 milioni e quello dell'altra superiore a €17,5 milioni (questa era la parte presente già da prima del 2017, con esclusivo riferimento al fatturato), ma anche (ed è qui la novità) le concentrazioni in cui le (1) società parti hanno un fatturato globale complessivo superiore a €500 milioni, (2) nell'anno precedente la concentrazione una ha realizzato un fatturato superiore a €50 milioni e l'altra inferiore a €17,5 milioni, (3) il corrispettivo per l'incorporazione eccede €400 milioni e (4) l'incorporata ha operazioni sostanziali in Germania. Sez. 35 *GWB* per come da ultimo modificata, il 19 gennaio 2021, dall'art. 1 *GWB—Digitalisierungsgesetz*. La modifica, pensata per tenere conto di tutte le caratteristiche essenziali delle *killer acquisitions* (soprattutto il cospicuo valore dell'operazione e l'asimmetria fra incorporante e incorporata), è riuscita ad attrarre nell'orbita dei controlli del *Bundeskartellamt* principalmente concentrazioni del settore digitale, e non molte, come spiega SEGRETARIATO OCSE, *Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control*, Background Note della riunione del Comitato per la concorrenza, 10-12 giugno 2020.

¹⁴ Un contributo che spiega con chiarezza come non sia possibile dare una definizione assoluta di "corrispettivo elevato" in una fusione per incorporazione è P. ALEXIADIS, Z. BOBOWIEC, *op. cit.* nota 56 del Capitolo I.

¹⁵ Come illustra B. LUNDQVIST, *op. cit.* alla nota 41 del Capitolo I.

impegnati nello sviluppo di una nuova molecola, ingrediente attivo per lo sviluppo di futuri farmaci, comunicano in via esclusiva le loro attività e i risultati della ricerca all'altra società (che magari ha una posizione dominante sul mercato). Quest'ultima si vedrebbe così trasferito *de facto* il *know-how* della *startup* e i risultati della sua ricerca, che potrebbe anche decidere di terminare.

2.1.3 Come il criterio proposto ha operato in concreto: la concentrazione Facebook/WhatsApp

La soluzione in esame non è stata semplicemente discussa a livello teorico e dottrinale. Essa è stata infatti a fondamento della decisione della Commissione di sottoporre a *merger control* l'acquisizione, avvenuta nel 2014, di WhatsApp da parte di Facebook, oggi Meta. Memore di come, pochi anni prima, fosse sfuggita ai controlli antitrust l'acquisizione di Instagram, e probabilmente già conscia delle insidie poste dalle *killer acquisitions* nel settore digitale, la Commissione ha deciso di scrutinare la concentrazione nonostante WhatsApp, nel 2014, si collocasse ben al di sotto delle soglie dimensionali previste dal Regolamento (CE) 139/2004. Il caso è ritenuto significativo e degno di nota perché è stato uno dei primissimi in cui la Commissione ha allargato, interpretativamente, le maglie del Regolamento (CE) 139/2004 per intercettare anche le *killer acquisitions*, perché in esso si sono riflettuti, sul piano pratico, diversi dei limiti riscontrati in via astratta dagli interpreti, e perché mostra come intercettare le *killer acquisition* non basta a sterilizzarne gli effetti negativi, se la sottoposizione a scrutinio non si accompagna a una valutazione che consideri le peculiari insidie che questo tipo di concentrazioni porta con sé.

2.1.3.1 La vicenda e la prima decisione della Commissione

Nel 2014 Meta (al tempo Facebook) decise di acquisire WhatsApp per \$19 miliardi. In quel periodo, WhatsApp era una applicazione che consentiva la sola messaggistica istantanea fra l'utente e i contatti della sua rubrica (a patto che anch'essi avessero WhatsApp), mentre Facebook era una piattaforma che permetteva di connettersi con altri utenti della rete e scambiare, condividere, pubblicare servizi multimediali, nonché, mediante il servizio Messenger, di scambiare messaggi fra utenti; erano inoltre presenti

su Facebook molteplici pubblicità virtuali, che la piattaforma mostrava agli utenti¹⁶. WhatsApp era una società non quotata i cui proventi erano inferiori rispetto alle soglie di fatturato fissate dall'art. 1§3 del Reg. (CE) 139/2004, eppure la Commissione decise comunque di sottoporre a scrutinio antitrust la concentrazione, intuendone i potenziali rischi per le tutela dei dati personali degli utenti.

Lo strumento normativo che permise il controllo della Commissione fu l'art. 4§5¹⁷ del medesimo Regolamento, il quale prevede, nel caso di una concentrazione sottosoglia (dunque non di dimensione comunitaria) che può essere esaminata da almeno tre autorità nazionali per la concorrenza in base alle legislazioni nazionali, che tale concentrazione possa essere sottoposta a scrutinio della Commissione UE su richiesta motivata delle imprese interessate, prima che venga effettuata la notifica alle autorità nazionali. Come riconobbe la Commissione stessa, l'elevato corrispettivo offerto a WhatsApp per l'incorporazione fu un fattore determinante nella scelta di sottoporre a *merger control* l'operazione¹⁸.

La concentrazione fu quindi intercettata dalla Commissione, che però la ritenne compatibile con il mercato interno. La decisione della Commissione si basò sui soli aspetti concorrenziali, che l'istituzione non ritenne essere minacciati dalla concentrazione¹⁹. È stato messo in rilievo dagli interpreti come la decisione non abbia

¹⁶ I passaggi fondamentali della vicenda sono ripercorsi da R. PODSZUN, *op. cit.* alla nota 97 del Capitolo I, nonché COMMISSIONE EUROPEA, *EU Commission fines Facebook €110m for providing misleading information in relation to WhatsApp acquisition*, comunicato stampa del 18 maggio 2017, Bruxelles.

¹⁷ L'art. 4§5 reg. 139/2004 prevede inoltre che, dopo la richiesta motivata delle imprese interessate, la Commissione trasmetta la richiesta a tutti gli Stati membri le cui autorità antitrust potrebbero esaminare la concentrazione in base alle leggi nazionali e se essi, nei 15 giorni successivi, non esprimono il loro dissenso per l'analisi della concentrazione, la Commissione potrà avviare la procedura di *merger control*.

¹⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Caso M.7217 Facebook/WhatsApp*, decisione del 3 ottobre 2014.

¹⁹ Per ragioni di chiarezza, si ripercorrono i punti salienti della decisione. La Commissione si è innanzitutto occupata dell'individuazione dei mercati rilevanti, che ha ritenuto essere: il mercato dei servizi di invio messaggi fra consumatori; quello dei servizi di *social network*; e quello dei servizi di pubblicità *online*. Per quanto riguarda i servizi di messaggistica (o meglio, di comunicazione su dispositivi mobili) offerti sia da WhatsApp che dal servizio Messenger di Facebook, non vi fosse un vero e proprio rapporto concorrenziale fra le due società, visto che WhatsApp operava in collegamento con i numeri cellulari degli utenti mentre Facebook Messenger operava facendo riferimento alla pagina Facebook dell'utente. Per quanto concerne il mercato delle reti sociali, fu esaminata nel dettaglio la possibilità per l'ente risultate di beneficiare a dismisura dell'effetto rete e la Commissione finì per escludere che tale possibilità potesse realizzarsi, notando come, nell'ambito dei *social network*, l'effetto rete sia mitigato da fattori quali la veloce crescita (in termine di volume di affari e innovazione) di questo mercato, la relativa facilità di porre sul mercato una nuova *app*, la possibilità per gli utenti di passare da un'*app* all'altra senza particolare difficoltà; dunque la Commissione concluse che la continua evoluzione e la fluidità nel mercato dei servizi di *social network* rendeva Facebook e WhatsApp tutt'al più concorrenti remoti, essendo tra l'altro anche non certo, a giudizio della Commissione, che si potesse definire WhatsApp un *social network* (sempre perché WhatsApp metteva

preso affatto in considerazione i temi legati ai dati degli utenti, ai *big data* e alle loro caratteristiche, le peculiarità delle piattaforme digitali, i guadagni che i dati e il trattamento di essi possono conferire ad una società che, come WhatsApp, non generano profitto in maniera convenzionale, mediante corrispettivi pagati da utenti o consumatori (i quali si avvalgono dei servizi di WhatsApp gratuitamente). Si è inoltre osservato come non siano stati considerati gli elementi caratterizzanti del settore digitale, i benefici notevoli che in esso possono essere realizzati grazie all'effetto rete²⁰.

In questa concentrazione, il tema dei dati personali fu centrale e influì anche sull'individuazione dei mercati rilevanti²¹ ma la Commissione non sembrò dare ad esso, e alle sue ramificazioni, l'attenzione necessaria. Infatti, l'istituzione, secondo la sua prassi tradizionale e consolidata, si è concentrata solo sulle implicazioni della concentrazione sul piano della concorrenza, sulle alternative disponibili per i consumatori, e sulla presenza di altri concorrenti sul mercato, non valutando le conseguenze negative che l'operazione avrebbe potuto avere sulla tutela dei dati personali degli utenti. E i limiti di questo approccio si sono mostrati con evidenza nei successivi sviluppi della vicenda.

2.1.3.2 Il pregiudizio agli utenti che la concentrazione ha causato e la seconda decisione della Commissione

Al momento della concentrazione era emersa la preoccupazione che Facebook, all'indomani dell'incorporazione, potesse attingere ai dati degli utenti WhatsApp e collegarli a quelli ricavati dal *database* di Facebook. Ciò avrebbe consentito all'incorporante di realizzare una promiscuità fra dati riferibili ai medesimi utenti e

in comunicazione un utente solo con gli utenti dei quali possedeva il numero cellulare, e non tutti gli altri utenti indiscriminatamente, cosa che è in genere possibile grazie alle reti sociali). Infine, la Commissione ha rilevato come solo Facebook e non WhatsApp facesse ricorso ai servizi di pubblicità online e a notato che, anche nel caso in cui Facebook dovesse avvalersi dai dati degli utenti WhatsApp per realizzare pubblicità sempre più mirate, o iniziare a fare pubblicità su WhatsApp, non vi sarebbero stati comunque problemi sul piano della concorrenza dal momento che Facebook non avrebbe avuto un controllo sui dati tale da dominare il mercato della pubblicità *online*, vista l'esistenza di molti altri siti (tra cui Google, Apple, Amazon, eBay, Microsoft, ma non solo) oltre Facebook (anche post-incorporazione) e indipendenti da Facebook a cui si sarebbero potuti rivolgere tutti coloro che volessero giovare dei servizi di pubblicità virtuale. V. COMMISSIONE EUROPEA, *ibidem*, spiegata nel dettaglio da V. BAGNOLI, *Questions that Have Arisen since the EU Decision on the WhatsApp Acquisition by Facebook*, in *Market and Competition Law Review*, vol. 3, n. 1, 2019, pp. 15-51.

²⁰ Su tutti questi aspetti riflette criticamente V. BAGNOLI, *ibidem*.

²¹ V. *supra* nota 19.

ottenuti mediante piattaforme diverse, e tale promiscuità avrebbe permesso a Facebook di ricostruire in maniera molto più dettagliata e completa il profilo dell'utente, usando i dati che l'utente aveva originariamente fornito (e acconsentito a fornire) alla sola WhatsApp anche per i fini di Facebook, trattando dunque tali dati in maniera non compatibile con il consenso originariamente prestato dall'utente. Nel 2014, al tempo dello scrutinio della Commissione, Facebook aveva prontamente fugato questi timori, dichiarando di non avere modo di realizzare una tale promiscuità fra i dati.

Eppure, solo due anni dopo, nel 2016, emerse, a seguito di investigazioni condotte sia dalle autorità antitrust nazionali che dalla Commissione europea per via dell'annuncio che WhatsApp avrebbe aggiornato i suoi termini e condizioni²², la non veridicità delle affermazioni di Facebook. Si scoprì che la piattaforma, già nel 2014, disponeva delle tecnologie e conoscenze necessarie per realizzare collegamenti automatici fra le identità virtuali degli utenti, sia di Facebook che di WhatsApp, il che permise alla società risultante di combinare i dati raccolti da Facebook e WhatsApp prima dell'incorporazione.

Quando la Commissione venne a conoscenza delle mendaci dichiarazioni di Facebook²³, aprì una nuova procedura nei confronti della piattaforma. L'autorità riscontrò una condotta illecita di Facebook, consistente nell'aver fornito informazioni "inesatte o fuorvianti" alla Commissione durante la procedura di *merger control*, in violazione dell'art. 14§1 del Reg. (CE) 139/2004 e, conseguentemente, irrogò a Facebook, nel 2017, una sanzione pari a €110 milioni^{24,25}.

2.1.3.3 Il ruolo delle autorità nazionali nel caso Facebook/WhatsApp

In relazione a questa vicenda si segnala, per certi versi, una maggiore lungimiranza delle autorità nazionali rispetto alla Commissione UE. Esse hanno infatti dimostrato una maggiore sensibilità circa i pericoli e le insidie insite nelle *killer acquisitions* del settore digitale.

²² Venne annunciato che l'aggiornamento ai termini e condizioni di WhatsApp avrebbe consentito il collegamento dei numeri telefonici e dati comunicati a WhatsApp con le identità digitali degli utenti Facebook che fossero anche utenti WhatsApp.

²³ COMMISSIONE EUROPEA, *Mergers: Commission alleges Facebook provided misleading information about WhatsApp takeover*, Bruxelles, comunicato stampa del 20 dicembre 2016.

²⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* nota 16.

²⁵ Per una ricostruzione esaustiva di tutti i passaggi della vicenda, v. V. BAGNOLI, *op. cit.* alla nota 19.

Il Bundeskartellamt, l'autorità tedesca per la concorrenza, aveva ritenuto che Facebook ricoprisse una posizione dominante sul mercato dei *social media* per via dell'enorme mole di dati a disposizione della piattaforma, dati che gli utenti non potevano non mettere a disposizione di Facebook dal momento che, nei termini e condizioni che erano stati presentati agli utenti e da loro accettati, era stabilito come fosse necessario acconsentire al trattamento dei dati personali da parte della piattaforma affinché ci si potesse avvalere dei servizi di essa. Il Bundeskartellamt riscontrò un abuso di posizione dominante declinato in maniera molto peculiare, e consistente nell'aver condizionato la fruibilità dei servizi della piattaforma all'approvazione del trattamento dei dati personali da parte di Facebook, trattamento che includeva la possibilità per Facebook di ammassare i dati da essa direttamente raccolti con i dati degli stessi utenti che fossero reperibili tramite siti terzi. Il Bundeskartellamt avviò quindi un procedimento²⁶ per abuso di posizione dominante avverso Facebook, in considerazione degli obblighi qualificati incombenti sulla piattaforma in virtù della posizione dominante ricoperta sul mercato rilevante, e fra i quali rientrava anche l'obbligo di elaborare termini e condizioni adeguati. E proprio quest'obbligo, ritenne il Bundeskartellamt, era stato violato. Il riscontro della violazione comportò l'inflizione di sanzioni da parte dell'autorità tedesca, che nel 2019 impose alla piattaforma restrizioni per quanto concerne l'uso e il trattamento dei dati degli utenti²⁷.

In Italia l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) ha inflitto a WhatsApp una sanzione di €3 milioni per aver forzato *de facto* gli utenti ad accettare la promiscuità di dati che la concentrazione fra Facebook e WhatsApp determinò. I termini e le condizioni presentati agli utenti all'indomani dell'operazione erano, a giudizio dell'autorità, fuorvianti, dal momento che indussero gli utenti a credere che i servizi offerti da WhatsApp non sarebbero stati rinnovati nel caso in cui la condivisione dei loro dati con Facebook non dovesse essere accettata²⁸.

²⁶ V. BUNDESKARTELLAMT, *Bundeskartellamt initiates proceeding against Facebook on suspicion of having abused its market power by infringing data protection rules*, Bonn, comunicato stampa del 2 marzo 2016.

²⁷ V. BUNDESKARTELLAMT, *Bundeskartellamt prohibits Facebook from combining user data from different sources*, Bonn, comunicato stampa del 7 febbraio 2019.

²⁸ V. AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *WhatsApp fined for 3 million euro for having forced its users to share their personal data with Facebook*, Roma, comunicato stampa del 12 maggio 2017.

2.1.3.4 Riflessioni critiche

Il caso, e la diversa allerta che esso ha suscitato nelle autorità nazionali (in particolare, nel Bundeskartellamt tedesco e nell'AGCM) e nella Commissione hanno innescato negli anni successivi, molteplici dubbi e riflessioni in dottrina²⁹. Si è riflettuto sull'adeguatezza del contegno della Commissione, del procedimento da essa intrapreso, degli strumenti utilizzati.

Si è innanzitutto argomentato che la Commissione non avesse adeguatamente preso in considerazione le peculiarità dei mercati digitali, i quali, vista l'intensità dell'effetto rete e la volatilità dei dati, sono caratterizzati dalla presenza di un numero molto basso di società in concorrenza, le quali tra l'altro operano a diversi livelli, fornendo servizi estremamente variegati e operando mediante una miriade di società controllate che sono state via via incorporate dalle più grandi³⁰. Operare a diversi livelli vuol dire, nel settore digitale, disporre di un enorme quantitativo di dati, tanto che si può parlare persino di *big data*³¹, e l'accumulo di dati conferisce un inestimabile potere di mercato e consente di attrarre sempre più utenti grazie all'effetto rete, di espandere i servizi offerti, di ampliare la propria quota di mercato, innescando un circolo virtuoso (dal punto di vista della *big tech*). Queste implicazioni non sarebbero state adeguatamente considerate dalla Commissione.

In realtà, nemmeno le autorità nazionali, che pure sono state più severe nei confronti di Facebook, hanno compiuto ragionamenti di questo tipo in maniera esplicita. Esse hanno intuito il problema e valutato anche le complessità del settore digitale, la necessità di tutelare i dati degli utenti e, di riflesso, la riservatezza degli individui, in un'analisi giudicata più lungimirante di quella portata avanti dalla Commissione, soprattutto in virtù dell'attenzione riservata alle specifiche problematiche che le *killer acquisitions* pongono

²⁹ V. V. BAGNOLI, *op. cit.* alla nota 19.

³⁰ Come mostrato da AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, AUTORITÀ PER LE GARANZIE NELLE COMUNICAZIONI, GARANTE PER LA PROTEZIONE DEI DATI PERSONALI, Indagine conoscitiva sui *big data*, Roma, 2017/2018.

³¹ V. AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, AUTORITÀ PER LE GARANZIE NELLE COMUNICAZIONI, GARANTE PER LA PROTEZIONE DEI DATI PERSONALI, *ivi* pp. 5-23.

in questo ambito (le quali sono molto sfuggenti ma non per questo meno pericolose)³², all'evanescenza del mercato digitale e alle sue caratteristiche, in particolare la circostanza che le società che vi operano sono in grado di generare profitti anche senza l'imposizione agli utenti di costi manifesti. Non è irragionevole pensare³³ che, se tutti questi elementi fossero stati adeguatamente ponderati dalla Commissione, la sua decisione del 2014 avrebbe avuto contenuto diverso, e, magari, anche i dati degli utenti sarebbero stati maggiormente tutelati.

Astraendo dalle specificità del caso Facebook/WhatsApp, è possibile concludere che l'ancorare il *merger control* al valore dell'operazione quale strumento per contenere gli effetti negativi per le *killer acquisitions* costituisce senz'altro un miglioramento rispetto alla situazione esistente, ma di per sé non basta ad arginare la potenzialità lesiva di questo tipo di concentrazioni per i diritti di consumatori e utenti. E questo è un limite che, come si dirà a breve, accomuna tutte le soluzioni che mirano alla sola intercettazione delle *killer acquisitions* senza proporre modifiche ai criteri con cui le concentrazioni vengono valutate nel merito.

2.2 *L'introduzione di forme di controllo più rigide per le concentrazioni in cui l'incorporante riveste una posizione dominante sul mercato*

2.2.1 *Il contenuto della proposta*

Un'altra soluzione largamente discussa in dottrina riguarda, in generale, l'impiego di controlli più stringenti sulle operazioni di società in posizione dominante sul mercato. Le varianti di questa soluzione sono fondamentalmente due: una suggerisce di effettuare il controllo antitrust sulle concentrazioni che coinvolgono una società *incumbent* e l'altra delinea un'inversione dell'onere probatorio nel procedimento antitrust, ponendolo a capo delle imprese interessate, quando la società incorporante occupa una posizione dominante sul mercato.

³² Come acutamente notato da G. PITRUZZELLA, *Big data, competition and privacy: a look from the antitrust perspective*, in *Concorrenza e mercato*, vol. 23, 2016, pp. 15-28.

³³ Come fa V. BAGNOLI, *op. cit.* alla nota 19.

La sottoposizione a *merger control* delle concentrazioni in cui l'incorporante è l'impresa dominante sul mercato

Imporre un controllo antitrust a tutte le operazioni straordinarie cui intenda prendere parte la società dominante sul mercato rilevante è una soluzione che è stata frequentemente proposta e caldeggiata, a moltissime latitudini e longitudini. Infatti, in Australia³⁴ si è immaginato di stilare un protocollo fra le istituzioni e le *big tech* per obbligare questi ultimi a notificare alle autorità competenti le concentrazioni in cui fossero coinvolti³⁵; negli Stati Uniti³⁶ si è proposta l'introduzione di un obbligo di notifica³⁷ delle concentrazioni intraprese per tutte le società aventi *bottleneck power*³⁸; nel Regno Unito³⁹, similmente, si è suggerito un obbligo di notifica per le società del settore digitale che abbiano una posizione strategica sul mercato⁴⁰, quando normalmente la notifica è solo facoltativa.

2.2.2 Critiche avanzate a questa soluzione

La soluzione in parola non sembra compatibilissima con le leggi dell'Unione Europea e i principi del diritto comunitario della concorrenza. Che si parli di società aventi un

³⁴ V. AUSTRALIAN COMPETITION AND CONSUMER COMMISSION, *Digital Platforms Inquiry, final report*, Canberra, 26 luglio 2019.

³⁵ Proposta che ha suscitato lo stupore dei giuristi occidentali, posto che non si capisce chiaramente quale sarebbe l'incentivo dei giganti digitali a adottare un impegno del genere.

³⁶ Nel cd. Stigler Report, STIGLER COMMITTEE ON DIGITAL PLATFORMS, *Final Report*, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, Chicago, 2019.

³⁷ Tra l'altro lo Stigler Report (v. STIGLER COMMITTEE ON DIGITAL PLATFORMS, *ibidem*) in cui per la prima volta è stata articolata questa proposta, postula la creazione di una nuova autorità, la Digital Markets Authority (DMA), che si occupi del controllo antitrust nel solo settore digitale. La specializzazione dell'ipotetica DMA qui immaginata si spiega in ragione delle peculiarità del settore *tech*, per cui sarebbe più semplice istituire una nuova autorità che adattare l'operato di quelle esistenti alle esigenze dell'ambito digitale. Tuttavia, questo approccio presenta limiti non indifferenti: la soluzione proposta sarebbe alquanto onerosa da attuare, si rischia di dilatare esponenzialmente il numero delle concentrazioni sottoposte a scrutinio, esaminando anche operazioni che non destino alcuna preoccupazione né sul piano della concorrenza né su quello della sostenibilità, vi sarebbe anche una moltiplicazione dei costi e dei procedimenti amministrativi cui devono sottoporsi le società che intendano dar luogo a una concentrazione. Inoltre, vi sarebbero tre autorità dedite all'attività antitrust: la DMA, la FTC e il DOJ, il che aumenterebbe il rischio di incoerenza e decisioni confliggenti. Per un'analisi critica di questa proposta v. P. ALEXIADIS, Z. BOBOWIEC, *op. cit.* nota 56 del Capitolo I.

³⁸ Ossia quelle aventi un controllo pressoché esclusivo su una risorsa, un'infrastruttura, un punto di accesso essenziale per il funzionamento del mercato o di un settore di esso, controllo che pone le società che lo detengono in una posizione di forte potere di mercato, con una base di utenti e una fetta di mercato controllato pressoché invariabili.

³⁹ Nel cd. Furman Report, v. DIGITAL COMPETITION EXPERT PANEL, *op. cit.* alla nota 52 del Cap. I. Si è anche suggerito di integrare altre considerazioni nella valutazione, come per esempio l'impatto di essa sulla tutela dei dati personali.

⁴⁰ Intesa quasi nel senso di posizione dominante sul mercato.

bottleneck power o aventi una posizione strategica sul mercato, questa si finisce per imporre obblighi più stringenti a certe società sulla base di una definizione, una caratterizzazione loro attribuita in via preventiva. In Europa (a livello di UE e di legislazioni nazionali) si guarda alle concentrazioni in maniera dinamica, basandosi sul comportamento delle società e non sulle loro caratteristiche ontologiche. Esistono anche precedenti⁴¹ della Commissione, mai smentiti, che vietano di concludere meccanicamente che una società rivesta una posizione dominante sul mercato sulla base della sola circostanza che una decisione passata della Commissione abbia riconosciuto la medesima società come tale; dunque, questa caratteristica deve essere accertata di volta in volta, in ogni procedura di *merger control* che interessi la società⁴².

Inoltre, il riferimento alla posizione dominante o strategica sul mercato è stato ritenuto⁴³ eccessivamente vago, con pregiudizio per la certezza del diritto. Oltretutto, per garantire il diritto di difesa delle società coinvolte, sarebbe necessario garantire il rispetto del principio del contraddittorio anche nell'ambito dei procedimenti amministrativi⁴⁴ e garantire la possibilità, per esse, di provare che non occupino una posizione dominante sul mercato. Tutto ciò determinerebbe enormi oneri amministrativi, probatori, nonché una dilatazione dei tempi procedurali e, a monte, l'adozione di questa proposta potrebbe anche determinare un notevole aumento del numero di operazioni sottoposte a *merger control*, con il rischio che, complessivamente, si crei un sistema di controlli antitrust inefficiente e pesante, con un impiego di mezzi e risorse del tutto superiore rispetto a quanto sarebbe necessario (cd. *overenforcement*).

Va tuttavia chiarito che quest'ultima preoccupazione non sembra del tutto fondata. Infatti, studi empirici⁴⁵ mostrano come, in area OCSE, il rischio sia sempre di *underenforcement* e mai di *overenforcement* in materia antitrust; dunque, il pericolo latente è che il sistema di controlli non sia abbastanza a garantire che il mercato funzioni come auspicato dai

⁴¹ Per esempio, v. COMMISSIONE EUROPEA, *The Coca-Cola Company and Coca-Cola Enterprises Inc v Commission of the European Communities*, casi riuniti T-125/97 e T-127/97, 22 marzo 2000.

⁴² Queste riflessioni sono compiute, fra gli altri, da P. ALEXIADIS, Z. BOBOWIEC, *op. cit.* nota 56 del Capitolo I.

⁴³ V. C. TURGOT, *op. cit.* alla nota 52 dal Capitolo I.

⁴⁴ V. M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, il Mulino, Bologna, V Edizione, 2022, p. 158.

⁴⁵ SEGRETARIATO OCSE, *op. cit.* alla nota 13.

legislatori e regolatori, e non che sia troppo pesante e superflualmente oneroso; il rischio di underenforcement è ancor più grave con riferimento alle *killer acquisitions*⁴⁶.

2.2.3 La recezione della proposta nel diritto primario dell'UE: il Digital Markets Act

2.2.3.1 Le norme essenziali del DMA

La proposta in parola sembra essersi concretizzata, di recente, a livello legislativo in sede di Unione Europea, nel *Digital Markets Act* (DMA)⁴⁷, che crea un obbligo di notifica di tutte le concentrazioni per le società che vengano individuate come *gatekeepers*. I *gatekeeper*, o controllori dell'accesso, sono coloro che forniscono servizi di piattaforme di base⁴⁸ agli utenti europei. I criteri per annoverare una società fra i *gatekeepers* sono descritti dal regolamento⁴⁹, che stabilisce anche delle soglie dimensionali il superamento delle quali fa sorgere la presunzione per cui la società considerata sia un *gatekeeper*⁵⁰. Nel caso i cui dette soglie dimensionali vengano superate, la società dovrà notificare ciò alla Commissione entro due mesi, e, se lo ritiene opportuno, nello stesso documento di notifica il sospetto *gatekeeper* potrà indicare gli elementi sulla base dei quali ritiene non sia opportuna la sua definizione come tale⁵¹. Entro un massimo di 45 giorni lavorativi dalla ricezione della notifica, la Commissione stabilirà se la società è o no un *gatekeeper*, specificando (se la società è ritenuta un *gatekeeper*) i servizi di piattaforma di base svolti. Ogni tre anni la Commissione dovrà riesaminare la designazione di una società come

⁴⁶ C. CUNNINGHAM *et al.*, *op cit.* alla nota 37 del Capitolo I.

⁴⁷ Reg. UE n. 2022/1925 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive 2019/1937/UE e 2020/1828/UE (regolamento sui mercati digitali), PE/17/2022/REV/1 GUUE L 265, p. 1-66.

⁴⁸ Art. 2§1 del DMA. L'art. 2§2 definisce poi i servizi di piattaforma di base i (a) servizi di intermediazione *online*, (b) motori di ricerca *online*, (c) servizi di *social network online*, (d) servizi di piattaforma per la condivisione di video, (e) servizi di comunicazione interpersonale, (f) sistemi operativi, (g) *browser web*, (h) assistenti virtuali, (i) sistemi di *cloud computing*, e i(j) servizi pubblicitari *online*.

⁴⁹ Ai sensi dell'art. 3§2 del regolamento, una società del settore digitale è un *gatekeeper* se: (a) ha un impatto significativo sul mercato interno (b) fornisce un servizio di piattaforma di base cruciale affinché gli utenti commerciali raggiungano gli utenti finali e (c) detiene una posizione consolidata e duratura nell'ambito delle proprie attività o è probabile che la acquisisca nel prossimo futuro.

⁵⁰ All'art. 3§2, che presume che la società abbia un impatto significativo sul mercato interno se ha realizzato un fatturato annuo sul territorio dell'UE di almeno €7,5 miliardi nei tre esercizi precedenti, o che abbia una capitalizzazione di mercato media o un valore equo di mercato di almeno €75 miliardi nell'ultimo esercizio finanziario, se il servizio di piattaforma di base è erogato in almeno tre Stati membri; si presume che il servizio di piattaforma di base sia cruciale se raggiunge mensilmente almeno 45 milioni di utenti finali che siano stabiliti o situati sul territorio UE e almeno 100.000 utenti commerciali attivi nell'UE su base annua; e si presume la posizione consolidata e duratura se le soglie dimensionali che definiscono un servizio di piattaforma di base come cruciale sono state raggiunte per i tre esercizi finanziari precedenti.

⁵¹ Così l'art. 3§3 DMA.

gatekeeper, per confermarla o anche modificarla o revocarla⁵². La Commissione⁵³ può anche individuare come *gatekeepers* società che non superino le soglie dimensionali ex art. 3§2 DMA⁵⁴.

Fra gli altri obblighi che si ricollegano alla qualificazione di *gatekeeper*, spicca quello di segnalare alla Commissione tutte le concentrazioni cui la società intenda procedere, a prescindere dal superamento o meno delle soglie fissate dal Reg. (CE) n. 139/2004, e anche indipendentemente dai criteri posti dalla legislazione nazionale per la sottoposizione delle concentrazioni a *merger control*. L'obbligo di notifica si ha nel caso in cui le altre società oltre al *gatekeeper* coinvolte nell'operazione forniscano anch'esse servizi di piattaforma di base o altri servizi digitali o consentano raccolta di dati degli utenti⁵⁵ e tale obbligo si sostanzia nella obbligatoria comunicazione alla Commissione del progetto di fusione e del suo contenuto⁵⁶.

Un altro articolo dal contenuto interessante, e dal quale emerge l'allerta della Commissione per le *killer acquisitions* nel settore digitale, è l'art. 5, che impone obblighi per i *gatekeepers* legati al trattamento dei dati personali, obblighi che si spiegano in ragione del timore che i *gatekeepers* avendo, direttamente o per tramite di società progressivamente acquisite, accesso a un numero elevatissimo di dati (anche dati personali), possano avvalersi di tali dati anche per fini diversi rispetto a quelli per cui il consenso al trattamento dati era stato originariamente reso. In particolare, i *gatekeeper* non possono determinare la promiscuità dei dati personali degli utenti, quando essi siano stati acquisiti mediante diversi servizi di piattaforma di base forniti da un medesimo *gatekeeper*; non possono combinare i dati acquisiti mediante l'erogazione dei loro servizi di piattaforma di base con dati acquisiti tramite terzi, e nemmeno possono combinare i dati da loro direttamente acquisiti con i dati acquisiti tramite terzi che si sono avvalsi dei

⁵² Art. 4 DMA.

⁵³ In forza dell'art. 3§8 DMA.

⁵⁴ Nel caso in cui ritenga integrati gli estremi di cui all'art. 3§1 DMA e secondo la procedura appena descritta. Per arrivare alla qualificazione di una società come *gatekeeper* in questi casi, la Commissione dovrà inoltre portare avanti un'indagine di mercato ex art. 17 DMA, che dovrà concludersi entro 12 mesi dalla sua apertura. Il processo di designazione dei *gatekeepers*, con le sue varianti, è anche descritto da M. FOTI, *Digital Markets Act: impatto globale e nuove regolamentazioni*, in *Altalex*, 8 aprile 2024.

⁵⁵ Art. 14§1 DMA.

⁵⁶ Art. 14§5 DMA.

loro servizi di piattaforma di base. Queste tipologie di trattamento dei dati, normalmente vietate, sono ammesse se gli utenti cui i dati si riferiscono prestano il loro consenso informato⁵⁷. Si segnala l'importanza dell'articolo 5, che lega il tema della protezione dei dati personali degli utenti al tema delle concentrazioni (o meglio, delle *killer acquisitions*) nel settore *tech*, e fa comprendere che l'obiettivo primario del DMA sia la tutela dei dati degli utenti (evitandone lo sfruttamento da parte delle *big tech*), oltre che il garantire la contendibilità del mercato⁵⁸.

2.2.3.2 Riflessioni critiche

Il DMA è uno strumento normativo che mira a contenere la portata lesiva, per i diritti degli utenti, che le *killer acquisitions* possono avere nei mercati digitali. Con questo regolamento, il legislatore europeo mostra di essere conscio delle peculiarità del settore digitale, della possibilità per imprese di rilevanti dimensioni di tale settore di avvalersi, più di quanto avvenga in altri mercati, di economie di scala ed economie di rete⁵⁹, e del pregiudizio ai diritti degli utenti che un comportamento fraudolento dei giganti *tech* può comportare.

Non sembra avventato affermare che il regolamento prenda di mira le *killer acquisitions*, poiché, nei Considerando⁶⁰, si fa espresso riferimento all'acquisizione di altre imprese come a uno degli strumenti in possesso dei *gatekeepers* per rafforzare la loro posizione sul mercato, con pratiche che hanno conseguenze negative e dimostrate sull'innovazione. L'innovazione sempre è molto valorizzata nei Considerando, dal momento che si prevede che la Commissione debba ambire a “*preservare e promuovere*” l'innovazione, quando l'istituzione compia valutazioni che hanno a che fare con i *gatekeepers* e l'applicazione del DMA⁶¹. Il legislatore è anche consapevole di come siano scarsi gli incentivi dei *gatekeepers* ad innovare, e di come il controllo di una enorme mole di dati, anche personali, conferisca un enorme potere alle (poche) società che lo detengano⁶².

⁵⁷ Reso ai sensi dell'artt. 4§11 e 7 del *General Data Protection Regulation*, reg. UE 2016/679.

⁵⁸ V. anche N. PETIT, *The Proposed Digital Markets Act (DMA): A Legal and Policy Review*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, vol. 12, n. 7, 2021, pp. 529-541.

⁵⁹ Considerando 2 DMA.

⁶⁰ Considerando 17 DMA.

⁶¹ Considerando 25 DMA.

⁶² Così il Considerando 32 DMA.

Nel regolamento, la contendibilità dei mercati digitali e dei servizi in esso forniti non sono visti come beni in sé, ma come valori strumentali alla promozione dell'innovazione⁶³ e all'evitare l'accumulo di dati personali nelle mani di pochi *gatekeepers*. L'attenzione all'importanza strategica dei dati emerge anche dalle previsioni che impongono ai *gatekeepers* un rigoroso trattamento dei dati degli utenti⁶⁴.

Il concetto di fondo, che pervade tutto il DMA, è quello di equità, *fairness* nel testo inglese, che vincola i *gatekeepers* e che si declina in molteplici obblighi per questi ultimi⁶⁵, per livellare il terreno di gioco fra tutti i fornitori di servizi digitali (e garantire la contendibilità dei mercati digitali).

Il DMA si allontana dai paradigmi classici del diritto della concorrenza dell'Unione, poiché, per compiere l'attività di *merger control* nelle ipotesi coperte dal regolamento, non sarà necessario individuare il mercato interno o l'impresa che occupa una posizione dominante sul mercato, dal momento che questi concetti non sono pienamente adeguati ai mercati digitali⁶⁶; infatti, affinché una società sia ritenuta un *gatekeeper* non è necessario che essa rivesta una posizione dominante sul mercato⁶⁷.

Si menziona infine come il DMA dedichi un'attenzione particolare alla tutela delle nuove imprese che si affacciano sui mercati digitali, e che poi sono le prime vittime delle *killer acquisitions*.

2.2.3.3 Limiti riscontrati nel DMA

Una prima criticità riscontrata dagli interpreti per quanto riguarda il DMA è l'eccessiva discrezionalità che esso, secondo alcuni⁶⁸, conferisce alla Commissione. Infatti, la Commissione può⁶⁹ esentare il *gatekeeper* da uno o più obblighi⁷⁰ fissati dal Regolamento al ricorrere di certe condizioni, in particolare per ragioni di salute pubblica e sicurezza

⁶³ Considerando 107 DMA.

⁶⁴ V. art 5 DMA nonché il Considerando 61, che impone la protezione dei dati personali degli utenti nonché la loro anonimizzazione, se necessario, nel caso in cui venga concesso a soggetti terzi l'accesso ai dati raccolti dal *gatekeeper*.

⁶⁵ V. per esempio N. PETIT, *cit.* alla nota 58.

⁶⁶ Riflessioni sviluppate da M. EIFERT, A. METZGER, H. SCHWEITZER, G. WAGNER, *Taming the giants: The DMA/DSA package*, in *Common Market Law Review*, vol. 58, n. 4, 2021, pp. 987-1028.

⁶⁷ Considerando 5 DMA.

⁶⁸ M. EIFERT, A. METZGER, H. SCHWEITZER, G. WAGNER, *op. cit.* alla nota 66.

⁶⁹ Ai sensi dell'art. 10 DMA, l'esenzione può essere adottata dalla Commissione spontaneamente o su richiesta della società interessata.

⁷⁰ Tra cui gli obblighi *ex art.* 5 DMA.

pubblica, e tali condizioni sono ritenute dalla dottrina come articolare in maniera vaga, in grado di porre solo vincoli e indicazioni molto blandi all'operato della Commissione. Inoltre, la Commissione⁷¹ può sospendere uno o più obblighi del *gatekeeper* su richiesta motivata dello stesso, nel caso in cui questi riesca a provare che il rispetto dell'obbligo metterebbe a repentaglio la redditività della sua attività nel territorio dell'Unione. Tali norme sono pensate per garantire flessibilità all'autorità, muovono dalla consapevolezza dell'esistenza delle rapidissime evoluzioni nel settore digitale, e tutti questi aspetti giustificano la volontà di non voler imbrigliare eccessivamente la Commissione, ma le previsioni sono state comunque giudicate⁷² prive di ancoraggio ai principi e regole generali del diritto della concorrenza dell'UE.

In secondo luogo, il Regolamento potrà essere pienamente efficace solo nel caso in cui si riesca, per il tramite di esso, a porre un parametro di condotta per tutte le imprese operanti nel settore digitale, il che non necessariamente sarà agevole, poiché molte di esse sono situate al di fuori dall'Europa⁷³.

Inoltre, si è detto⁷⁴ che il DMA non tiene debitamente in considerazione le differenze delle grandi società del settore digitale, le quali erogano servizi fra loro molto diversi. È vero, sono individuati i servizi di piattaforma di base, ma tali servizi hanno natura e contenuto molto diversi. È senz'altro positivo che il Regolamento consideri le peculiarità del settore digitale, ma esso non sembra fare abbastanza perché non differenzia fra *gatekeepers* in base alle diverse attività compiute, valutando anche le possibili e diverse derive (e pregiudizi per i diritti degli utenti) cui l'operato non corretto di ognuno di essi può dare luogo.

Infine, si segnala quello che è stato giudicato dalla dottrina⁷⁵ come il problema principale del DMA: la sua lontananza dagli schemi classici e dai principi fondamentali del diritto della concorrenza dell'UE. Tale lontananza emerge soprattutto dalla decisione di legare

⁷¹ Ex art. 9 DMA.

⁷² M. EIFERT, A. METZGER, H. SCHWEITZER, G. WAGNER, *op. cit.* alla nota 66.

⁷³ Critica espressa da M. EIFERT, A. METZGER, H. SCHWEITZER, G. WAGNER, *ibidem*.

⁷⁴ P. ALEXIADIS, A. DE STREEL, *The EU's Digital Markets Act: Opportunities and Challenges Ahead*, in *Business Law International*, vol. 23, n. 2, 2022, pp. 163-201.

⁷⁵ In particolare, v. P. ALEXIADIS, A. DE STREEL, *ibidem*.

l'attività di *merger control* della Commissione non a soglie numeriche (come si è sempre fatto), dunque a un criterio che guarda all'attività delle società, ma alle caratteristiche essenziali di certe società (quelle definite, appunto, come *gatekeepers*). Si guarda, per avviare lo scrutinio, alla sola identità di una delle parti coinvolte nell'operazione. Sembrerebbe⁷⁶ che il DMA potrebbe non essere stato adeguatamente ragionato, non vi sia stata l'elaborazione preventiva necessaria a garantire una maggiore coerenza con il sistema antitrust UE.

Alcuni interpreti⁷⁷ hanno persino parlato di un problema di legittimazione del DMA, dal momento che mancherebbero esperienze legislative simili nel diritto UE e non vi è giurisprudenza della Corte di Giustizia che possa aver fatto da preludio al DMA e al suo nuovo approccio in tema di controllo delle concentrazioni. Si è anche pensato⁷⁸, per colmare la distanza fra i paradigmi classici del diritto della concorrenza UE e il DMA, di rileggere la posizione di *gatekeeper* come posizione di una società avente una posizione dominante sui mercati digitali.

2.2.4 Una variante della proposta: l'introduzione di sistemi di inversione dell'onere della prova

È stata anche discussa in dottrina⁷⁹ la possibilità di invertire l'onere della prova nei procedimenti di *merger control* che vedano coinvolta una società che rivesta una posizione rilevante o dominante sul mercato, introducendo una presunzione *iuris tantum* per facilitare l'analisi delle autorità antitrust. Attualmente incombe sulle autorità antitrust, destinatarie di una notifica nel caso in cui vengano superate le soglie fissate dall'art. 1§3 del Regolamento (CE) n. 139/2004, l'onere di provare la portata potenzialmente dannosa di una concentrazione per il mercato interno e i consumatori. Dunque, è possibile leggere, in questa norma, una sottintesa presunzione (favorevole alle imprese interessate) per cui una concentrazione ha effetti positivi, a meno che non si provi la sua possibile lesività, e dunque deve essere autorizzata a meno che non sia dannosa per il mercato interno.

⁷⁶ Così In particolare, v. P. ALEXIADIS, A. DE STREEL, *ibidem*.

⁷⁷ N. PETIT, *cit.* alla nota 58.

⁷⁸ N. PETIT, *ibidem*.

⁷⁹ La proposta è esposta chiaramente da T. VALLETTI, *How to Tame the Tech Giants: Reverse the Burden of Proof in Merger Reviews*, in *ProMarket*, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, 28 giugno 2021.

Invertire l'onere della prova e porlo a carico delle imprese interessate quando una di esse abbia determinate caratteristiche avrebbe invece il vantaggio di dare il beneficio del dubbio ai consumatori, e non alle società⁸⁰. Queste ultime dovrebbero, se questa proposta dovesse essere adottata, provare che la loro concentrazione non arrecherà pregiudizio alla concorrenza o che i vantaggi prospettici in termini di efficienza (e potremmo dire, anche di benessere dei consumatori o utenti) superino tale eventuale pregiudizio. Nel caso in cui le parti non vincano l'onere della prova, l'operazione verrebbe bloccata⁸¹.

Le ragioni alla base di questa proposta⁸² sono legate all'enorme potere, le grandi capacità, e i notevoli mezzi delle società dominanti sul mercato (emblematico in questo senso è il potere assunto negli anni dai giganti del *tech* grazie al controllo che esse possono esercitare sui dati personali degli utenti), le quali possono anche beneficiare di un'asimmetria informativa che gioca in loro favore. L'asimmetria informativa in questione viene in rilievo anche nel procedimento di *merger control*, dal momento che queste società possono avvalersi della miriade di informazioni non pubbliche loro disponibili⁸³ anche per modellare a loro piacimento la definizione di mercato rilevante.

Anche con riferimento a questa possibilità un rischio, in astratto, potrebbe essere l'*overenforcement* e la perdita di efficienze che il libero mercato sarebbe in grado di generare, ma questi timori sembrano remoti e non troppo fondati, a giudicare dai dati empirici. Infatti, recenti ricerche mostrano come le concentrazioni, lasciate a sé stesse, non arrechino vantaggi agli azionisti e anzi riducano i loro profitti⁸⁴. Essendo questa la situazione di fatto, gli interpreti notano come sia quantomeno audace e azzardato parlare di necessità di preservare le efficienze sprigionate dalla concentrazione che il libero mercato consente.

⁸⁰ Come rilevato da SEGRETARIATO OCSE, *op. cit.* alla nota 13.

⁸¹ SEGRETARIATO OCSE, *ibidem*.

⁸² Lucidamente espone da T. VALLETTI, *op. cit.* alla nota 79.

⁸³ Per esempio, le informazioni concernenti le vendite, o anche quelle che riguardano l'altra società partecipante alla concentrazione.

⁸⁴ Come esposto da SEGRETARIATO OCSE, *op. cit.* alla nota 13. V. anche Christensen, Clayton M., Richard Alton, Curtis Rising, and Andrew Waldeck. "The New M&A Playbook." *Harvard Business Review* 89, no. 3 (March 2011). Giusto per fornire qualche dato empirico, KPMG ha rilevato come il 31% delle concentrazioni accrescano il valore dell'ente risultante mentre solo nel 17% dei casi vi è un aumento nei profitti degli azionisti, profitti che, il 60% delle volte, risultano menomati a seguito della concentrazione, v. Rapporto Mergers & Acquisitions La ripresa si consolida, ma l'Italia è sempre più preda Anno 2014 CORPORATE FINANCE.

L'inversione dell'onere della prova faciliterebbe, in conclusione, l'operato delle attività antitrust. Queste ultime non si troverebbero a dover gestire e superare le cavillose argomentazioni spesso presentate dalle società dominanti sul mercato. È stato suggerito⁸⁵, limitatamente al settore digitale, di stilare una lista di società cui si applicherebbe questa inversione dell'onere della prova nei procedimenti di *merger control* che le vedono coinvolte.

2.3 Una maggiore discrezionalità delle autorità antitrust nell'individuazione delle concentrazioni da sottoporre a scrutinio

Sempre nell'ambito delle metodologie proposte per evitare che le *killer acquisitions* sfuggano allo scrutinio del regolatore, è stata immaginata una maggiore discrezionalità della commissione e delle autorità nazionali nell'individuazione delle concentrazioni da controllare, con l'adozione; dunque, di un criterio identificativo avulso dalle soglie dimensionali, sia di quelle che si riferiscono al valore dell'operazione che quelle che guardano al fatturato delle imprese interessate. Tale rimedio permetterebbe un'agile individuazione di operazioni che sono manifestamente *killer acquisitions* ma che non soddisfano i criteri dimensionali esistenti, anche se potrebbe avere l'effetto di minare la certezza del diritto e oberare eccessivamente le autorità di regolazione, che si ritroverebbero immerse in complesse valutazioni di fatto anche prima di esaminare il merito della concentrazione. Tuttavia, come si dirà a breve, alle istituzioni europee non sembra che la certezza del diritto sia minacciata da questa soluzione⁸⁶ e le autorità non sarebbero sommerse da un carico di lavoro eccessivo, vista comunque la complessità delle procedure di *merger control* in Europa e la loro natura bifasica⁸⁷. Anche in Italia la

⁸⁵ Da T. VALLETTI, *op. cit.* alla nota 79, che ritiene che, fra queste società, debbano rientrare giganti quali Alphabet (Google), Microsoft, Meta (Facebook), Apple, Amazon, Bytedance (TikTok), elenco che, non sorprendentemente, comprende società già individuate dall'UE come *gatekeepers* ai sensi del DMA, v. M. MARTORANA, Z. SICHI, *Digital Markets Act (DMA), la Commissione individua i 6 gatekeeper*, in *Altalex*, 4 ottobre 2023.

⁸⁶ V. *infra* §2.4.

⁸⁷ R. PODSZUN, *op. cit.* alla nota 97 del Capitolo I, ritiene che una maggiore valutazione iniziale sia possibile con procedure più complesse, mentre servono requisiti più stringenti e oggettivi nel caso in cui vengano adottate procedure di *merger control* più snelle.

proposta ha trovato la sua approvazione, tanto che è stata posta a fondamento di un recente intervento legislativo⁸⁸.

2.3.1 Una nuova interpretazione dell'art. 22 Regolamento (CE) n. 139/2004

In ambito UE, risulta abbastanza facile immaginare il concretizzarsi di una proposta del genere facendo ricorso a strumenti già esistenti come, per esempio, l'art. 22 del Reg. (CE) 139/2004, intorno ai quali si è ormai consolidata una prassi della Commissione. L'analisi del contenuto dell'art. 22 e dell'interpretazione che, soprattutto di recente, la Commissione e la giurisprudenza europea ne hanno dato sono interessanti ai fini del presente discorso dal momento che sembra, soprattutto alla luce della recente vicenda relativa alla concentrazione GRAIL/Illumina, che le istituzioni europee intendano arginare gli effetti negativi delle *killer acquisitions* anche mediante il ricorso all'art 22⁸⁹.

2.3.1.1 La norma

L'art. 22 del Reg. (CE) 139/2004 prevede la possibilità, per le autorità antitrust nazionali, di effettuare un rinvio alla Commissione affinché quest'ultima analizzi una concentrazione la quale, ancorché sottosoglia, possa incidere sul commercio fra Stati membri e rischi di avere un impatto negativo e significativo sulla concorrenza nel territorio dello Stato che effettua il rinvio. La Commissione dovrà quindi avvisare, senza ritardo, le autorità degli Stati membri che sarebbero competenti ad analizzare la fusione secondo la normativa nazionale, nonché le persone interessate. Altri Stati membri, diversi da quello notificante, possono, entro 15 giorni lavorativi, aderire alla richiesta che la Commissione esamini la concentrazione. Dopo la decorrenza di tale termine la Commissione ha dieci giorni lavorativi per comunicare se controllerà la fusione o meno, e la sottoporrà a scrutinio se la riterrò in grado di incidere sul commercio fra Stati membri e di incidere in misura significativa sul commercio dello Stato che ha presentato la richiesta. Se la Commissione non si esprime in questo senso, si presume che abbia ritenuto

⁸⁸ V. *infra* §3.6.

⁸⁹ Del resto, le istituzioni europee e in particolare la Commissione, non hanno mai fatto mistero delle loro preoccupazioni circa le *killer acquisitions* e della loro volontà di elaborare nuovi strumenti o fare ricorso, in maniera innovativa, agli strumenti esistenti per arginare le insidie poste dalle *killer acquisitions*. Un esempio della prima tipologia di interventi è fornito dall'adozione del DMA come reazione alle *killer acquisitions* del settore digitale, v. *supra* §2.2.3. Un esempio della seconda tipologia è offerto da una interpretazione dell'art. 22 Regolamento (CE) n. 139/2004.

soddisfatti i criteri per lo scrutinio e che quindi l'autorità analizzerà la concentrazione. Altri stati membri, diversi da quello notificante, possono, entro 15 giorni lavorativi, aderire alla richiesta che la Commissione esamini la concentrazione. Dopo la decorrenza di tale termine la Commissione ha dieci giorni lavorativi per comunicare se controllerà la fusione o meno, e la sottoporrà a scrutinio se la riterrò in grado di incidere sul commercio fra Stati membri e di incidere in misura significativa sul commercio dello Stato che ha presentato la richiesta. Se la Commissione non si esprime in questo senso, si presume che abbia ritenuto soddisfatti i criteri per lo scrutinio e che quindi l'autorità analizzerà la concentrazione.

2.3.1.2 *Le riflessioni della Commissione UE*

Da tempo le istituzioni europee hanno intuito le potenzialità dell'articolo in esame nel contesto delle *killer acquisitions*. Del resto, già in un discorso del 2020⁹⁰ la Commissaria UE per la concorrenza si era riferita all'art. 22 come a uno strumento a disposizione delle autorità antitrust nazionali per intercettare sospette *killer acquisitions* e rinviarle alla Commissione UE, anche per quanto riguarda operazioni al di sotto delle soglie nazionali dello scrutinio antitrust. La Commissione nel 2021 aveva anche messo in rilievo le problematiche poste dalle *killer acquisitions* e riflettuto su una modifica delle soglie rilevanti per l'obbligo di notifica delle concentrazioni⁹¹, concludendo poi che sarebbe anche stato possibile intercettare tali incorporazioni ricorrendo ad una nuova interpretazione dell'art. 22 Regolamento (CE) n. 139/2004. Poco dopo, la Commissione ha annunciato⁹² il contenuto di tale interpretazione, incoraggiando le autorità nazionali a effettuare il rinvio *ex art. 22* anche con riferimento a concentrazioni che si collochino al di sotto delle soglie rilevanti per i controlli antitrust nazionali ma che siano comunque in grado di incidere sugli scambi fra Stati membri⁹³ e che presentino “*il rischio di incidere*

⁹⁰ M. VESTAGER, *cit.* alla nota 8.

⁹¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Staff working document, evaluation of procedural and jurisdictional aspects of EU merger control*, Bruxelles, 2021.

⁹² Con la Comunicazione Commissione, v. COMMISSIONE EUROPEA *cit.* alla nota 97 del Capitolo I, la quale riporta anche la definizione di “scambi fra Stati membri” e “rischio di incidere in misura significativa sulla concorrenza” di cui si dà conto nelle due note successive.

⁹³ Scambi intesi come ogni operazione economica transfrontaliera, comprese quelle che possono incidere su struttura concorrenziale del mercato.

*in misura significativa sulla concorrenza nel territorio dello stato o degli stati membri che presentino la richiesta*⁹⁴.

Negli ultimi anni dunque assistiamo all'emersione di nuova sensibilità della Commissione per il tema delle *killer acquisitions* nonché di una consapevolezza dei rischi insiti in esse. Questa lettura sembra anche suffragata dal §9 degli *Orientamenti della Commissione sull'applicazione del meccanismo di rinvio di cui all'art. 22 del regolamento sulle concentrazioni per determinate categorie di casi*⁹⁵, in cui si dà conto del fatto che molte acquisizioni sottosoglia di imprese altamente innovativo avvengono in settori quali quello dell'economia digitale o quello farmaceutico, e che in molti casi la portata potenzialmente innovativa dell'impresa incorporata non è sviluppata appieno (e, a volte, non è sviluppata affatto) dall'incorporante.

La nuova sensibilità della Commissione si è tradotta nell'adozione della decisione GRAIL/Illumina, in cui l'istituzione ha messo a frutto le riflessioni da lei compiute sull'art. 22 del Regolamento (CE) n. 139/2004 quale strumento per arginare le potenzialità dannose delle *killer acquisitions*.

2.3.1.3 Il caso GRAIL/Illumina: la vicenda

La vicenda⁹⁶ muove dalla concentrazione che le due società GRAIL ed Illumina intendevano porre in essere nel 2021. Si trattava dell'incorporazione da parte della Illumina, una società che elabora sistemi per il sequenziamento dei geni ai fini dell'analisi genetica e genomica, della GRAIL, una società di minori dimensioni che ha sviluppato dei test ematici in grado di diagnosticare certi tumori ben prima che diventino sintomatici. Nessun altro test al mondo permette una rilevazione tanto precoce di questi tipi di tumori. I test della GRAIL, che erano da poco stati messi in commercio negli Stati Uniti al momento della vicenda, necessitano delle tecnologie fornite da Illumina (e solo da essa,

⁹⁴ Per valutare se tale rischio sussista effettivamente, la Commissione guarderà a fattori come la creazione o rafforzamento di posizione dominante sul mercato; l'eliminazione di un'“importante forza concorrenziale, compresa l'eliminazione di un nuovo o futuro operatore o la fusione fra due importanti innovatori”; la riduzione dell'incentivo o dell'attitudine a competere per gli operatori del mercato; l'incremento delle difficoltà di accesso al mercato; l'incentivo a sfruttare la propria forza su un mercato per consolidare propria posizione in un altro mercato.

⁹⁵ COMMISSIONE EUROPEA *cit.* alla nota 97 del Capitolo I.

⁹⁶ Riportata in maniera esaustiva da V. ŠMEJKAL, *A New Era in Assessing Mergers and Takeovers? On the Illumina-GRAIL Case*, in *Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 1/4*, 2023.

non esistendo altre società in grado di fornire tecnologie analoghe) per poter funzionare. Una volta annunciata la concentrazione, si è diffuso subito il timore che, se essa fosse consumata, la Illumina avrebbe avuto il monopolio sui test di rilevazione precoce dei tumori (disponendo in via esclusiva delle tecnologie necessarie per il loro funzionamento e degli stessi test), con tutto quello che ne consegue, *in primis* la possibilità di stabilire prezzi elevati per l'acquisto dei test. Vista la sensibilità del mercato in esame, e la sua strumentalità alla tutela del diritto alla salute, un prezzo elevato in questo ambito può anche portare a un pregiudizio del diritto alla salute dei pazienti oncologici, nel caso in cui la Illumina (post concentrazione) avesse deciso di vendere questi test a prezzi proibitivi o di limitarne la fornitura a ospedali, medici e laboratori il che avrebbe comportato una maggiore difficoltà nella diagnosi del tumore e una maggiore complessità nel compiere le analisi di laboratorio. Si temeva anche che l'integrazione fra le risorse di Illumina e GRAIL, di cui avrebbe potuto facilmente usufruire l'ente risultante, avrebbe precluso l'azione dei concorrenti, impedendo loro di sviluppare nuove tecnologie simili e produrre test analoghi. Tutto questo legittimava la paura di fondo⁹⁷ che l'operazione fosse una *killer acquisition*.

La concentrazione non superava le soglie di fatturato poste dall'art. 1§3 del Reg. (CE) 139/2004, e nemmeno quelle fissate dalle varie leggi antitrust europee per la sottoposizione alle valutazioni antitrust nazionali. Infatti, al tempo dei fatti né la GRAIL né la Illumina avevano ricavi sul territorio dell'UE⁹⁸. Tuttavia, la Commissione, (la quale eventualmente condivideva molti dei timori della dottrina) sospettando che la concentrazione fosse una *killer acquisition*, ha ritenuto opportuno ricorrere alla nuova interpretazione dell'art. 22 Regolamento (CE) n. 139/2004 che aveva annunciato nei mesi precedenti⁹⁹. La Commissione ha sollecitato con lettera il rinvio da parte delle autorità antitrust nazionali *ex art.* 22§5 del Regolamento e a tale sollecitazione ha risposto per prima l'autorità per la concorrenza francese, cui si sono poi unite quelle greca, belga,

⁹⁷ Espressa da V. ŠMEJKAL, *ibidem*.

⁹⁸ V. M. STILLO, *GRAIL/Illumina. L'AG Emiliou si pronuncia sulla sentenza del Tribunale dell'Unione Europea*, in *De Berti Jacchia Franchini Forlani*, 29 aprile 2024 disponibile a https://www.dejalex.com/wp-content/uploads/2024/05/Articolo_GRAILIllumina.-LAG-Emiliou-si-pronuncia-sulla-sentenza-del-Tribunale-dellUnione-Europea.pdf, consultato il 29 agosto 2024.

⁹⁹ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Mergers: Commission to assess proposed acquisition of GRAIL by Illumina*, Bruxelles, 20 aprile 2021.

norvegese, islandese, e olandese. La Commissione ha dunque asserito la sua competenza a decidere della compatibilità dell'operazione con il mercato interno¹⁰⁰ e ha poi vietato la concentrazione nel settembre 2022¹⁰¹. Contravvenendo al divieto, nei mesi successivi Illumina ha comunque incorporato GRAIL, il che ha suscitato una forte reazione nella Commissione UE, che nel 2023 ha irrogato una sanzione superiore a €432 milioni per le due società coinvolte¹⁰², sanzione esemplare se si considera che il fatturato della GRAIL al momento della vicenda era nullo e che è la prima volta che viene irrogata una sanzione anche alla società incorporata^{103,104}. Da ultimo, la Commissione, nell'ottobre 2023, ha ordinato alle società coinvolte di annullare la concentrazione, indicando tutti gli adempimenti da compiersi per ripristinare la situazione antecedente l'operazione; la Commissione ha infine approvato il piano di disinvestimento steso da Illumina per adempiere a tali nuovi obblighi¹⁰⁵ e dal 24 giugno 2024 GRAIL è di nuovo una società indipendente.

¹⁰⁰ Con decisioni 19 aprile 2021 di accoglimento della richiesta delle Autorità Francese, Greca, Belga, Norvegese, Islandese e dei Paesi Bassi per la concorrenza di esaminare la concentrazione fra GRAIL e Illumina, v. COMMISSIONE EUROPEA C (2021) 2847 final (Francia); C (2021) 2848 final (Grecia); C(2021) 2849 final (Belgio); C(2021) 2851 final (Norvegia); C(2021) 2854 final (Islanda); C(2021) 2855 final (Paesi Bassi).

¹⁰¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Caso M.10188—Illumina/GRAIL*, decisione del 6 settembre 2022, v. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Mergers: Commission prohibits acquisition of GRAIL by Illumina*, comunicato stampa del 6 settembre 2022, Bruxelles.

¹⁰² Con decisione M.10483, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Caso M.10483—Illumina / GRAIL (Art. 14 procedure)*, 12 luglio 2023. La Commissione ha ritenuto come le parti avessero volontariamente violato il loro obbligo di *standstill* (che impone alle società coinvolte in una concentrazione di non procedere all'operazione se essa è sottoposta a scrutinio della commissione) e ha anche ipotizzato che decisione di procedere all'operazione sia stata il frutto di una ponderata valutazione dei rischi e delle conseguenze economiche dell'azione da parte delle due società, per cui Illumina potrebbe aver ritenuto vantaggioso incorporare GRAIL anche a fronte delle salate sanzioni della Commissione e a fronte del rischio di dover compiere operazioni a ritroso per annullare concentrazione, o almeno più vantaggioso che attendere la decisione della Commissione. Questo ragionamento della Commissione è alla base dell'inflizione della sanzione per il valore massimo possibile, di €432 milioni per Illumina e €1.000 per GRAIL.

¹⁰³ Per aver ignorato gli obblighi di *standstill* imposti da procedure di merger control, cd. *gun-jumping*.

¹⁰⁴ Un riferimento utile per orientarsi in questi successivi sviluppi della vicenda è la dichiarazione della Commissione, COMMISSIONE EUROPEA, *Mergers: Commission fines Illumina and GRAIL for implementing their acquisition without prior merger control approval*, comunicato stampa del 12 luglio 2023, Bruxelles, che esprime i timori della Commissione circa quelle che potrebbero essere state, a giudizio dell'istituzione, le valutazioni compiute dalle due imprese interessate.

¹⁰⁵ Approvazione che si è avuta con decisione della COMMISSIONE EUROPEA, *Caso M.10939—Illumina/GRAIL (Restorative measures under Article 8(4)a)*, v. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Commission approves Illumina's plan to unwind its completed acquisition of GRAIL*, comunicato stampa del 12 aprile 2024, Bruxelles.

2.3.1.4 La conferma da parte del Tribunale dell'UE della competenza della Commissione

Si è sinteticamente ripercorsa la vicenda GRAIL/Illumina in tutti i suoi passaggi essenziali per esigenze di completezza, ma ciò che davvero rileva ai fini della trattazione è l'affermazione che la Commissione ha compiuto della propria competenza a esaminare la concentrazione dopo aver sollecitato le autorità nazionali a rinviarle la concentrazione stessa, nonostante, in base alle legislazioni nazionali, nemmeno le autorità nazionali fossero competenti a pronunciarsi sull'operazione. Le decisioni¹⁰⁶ contenenti tale affermazione sono state tempestivamente impugnate dalle imprese interessate dinanzi al Tribunale dell'UE, il quale però ha, altrettanto tempestivamente, confermato¹⁰⁷ la competenza della Commissione, respingendo convintamente i motivi di ricorso presentati da Illumina e GRAIL¹⁰⁸. Operando una sintesi vertiginosa, occorre segnalare le motivazioni principali della sentenza. Il Tribunale ha ritenuto che fosse perfettamente legittimo che le autorità nazionali rinviassero il caso alla Commissione pur non essendo competenti a valutare l'operazione stessa in base alle leggi antitrust nazionali¹⁰⁹; ha

¹⁰⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 100.

¹⁰⁷ TRIBUNALE GENERALE DELL'UNIONE EUROPEA, causa T-227/21, *Illumina, Inc. contro Commissione Europea*, sentenza del 13 luglio 2022.

¹⁰⁸ Per una dettagliata ricostruzione della vicenda e della pronuncia del Tribunale, v. V. ŠMEJKAL, *op. cit.* alla nota 96 e M. STILLO, *GRAIL/Illumina. Il Tribunale dell'Unione Europea si pronuncia sul primo rinvio ex articolo 22 del Regolamento sulle concentrazioni a valle delle nuove Linee guida*, in *De Berti Jacchia Franchini Forlani*, 2 agosto 2022 (<https://www.dejalex.com/2022/08/grail-illumina-il-tribunale-dellunione-europea-si-pronuncia-sul-primo-rinvio-ex-articolo-22-del-regolamento-sulle-concentrazioni-a-valle-delle-nuove-linee-guida/?lang=it> consultato l'11 agosto 2024).

¹⁰⁹ Le parti della concentrazione avevano sostenuto come nessuna delle autorità antitrust nazionali avesse, secondo le rispettive leggi nazionali, competenza a rinviare la concentrazione alla commissione e che, pertanto, non potessero rinviarla alla Commissione, munendo la stessa di una competenza di cui loro erano sprovviste (di questo avviso anche il presidente del Bundeskartellamt, l'autorità garante della concorrenza tedesca, v. N. HIRST, M. HILGENFELD, *Non-notifiable mergers won't face German referral to EU yet, Mundt says*, *MLex*, 30 agosto 2022, <https://mlexmarketinsight.com/news/insight/non-notifiable-mergers-won-t-face-german-referral-to-eu-yet-mundt-says>, consultato il 29 agosto 2024). Illumina aveva detto anche che criteri di rinvio alla Commissione si basano sulle soglie di fatturato, che la Commissione non aveva tenuto conto del contesto e che la decisione violava i principi di certezza del diritto, sussidiarietà e proporzionalità. Al riguardo, la sentenza del Tribunale ha invece affermato come, anche solo in base ad un'interpretazione letterale della norma, non risulta necessario che i criteri di sottoposizione a scrutinio antitrust a livello nazionale debbano essere soddisfatti affinché l'autorità antitrust di uno Stato membro possa richiedere alla Commissione di esaminare la concentrazione ex art 22. Infatti, spiega il tribunale, purché (i) almeno uno Stato membro inoltri la richiesta di rinvio, (ii) l'operazione sia una concentrazione ai sensi dell'art. 3§1 del regolamento e non abbia dimensione europea, (iii) la concentrazione incida sul commercio fra stati membri e (iv) c'è il rischio che la concentrazione possa incidere significativamente sulla concorrenza nei territori dello stato o degli stati membri che hanno inoltrato la richiesta, l'operazione può essere inoltrata alla Commissione dagli stati membri. V. TRIBUNALE GENERALE DELL'UNIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 107 §§89-95. L'interpretazione letterale è, ad avviso del tribunale, suffragata da un'interpretazione storica. Il Tribunale ha menzionato anche l'aumento dei sistemi di controllo nazionali, che ha accentuato necessità di unità, secondo il principio del cd. "sportello unico", per sottoporre

riconosciuto come esistono già, nel sistema legislativo europeo, criteri di individuazione delle concentrazioni da sottoporre allo scrutinio della Commissione che non siano legati a valori numerici¹¹⁰; ha respinto le argomentazioni delle parti per cui la decisione fosse lesiva dei principi di certezza del diritto¹¹¹, di sussidiarietà¹¹², di legittimo affidamento e certezza del diritto¹¹³; e ha infine avallato il contegno della Commissione sul piano

concentrazioni con implicazioni transfrontaliere al controllo della sola Commissione al fine di evitare il proliferare di procedure e decisioni di diverse autorità nazionali, (v. i §§96-117 della sentenza).

¹¹⁰ E per far ciò è ricorso a un'interpretazione contestuale e una teleologica. Per quanto riguarda l'interpretazione contestuale, si è notato come esistano diverse disposizioni che radicano la competenza della commissione in tema di *merger control*. Certo le principali, presenti all'art. 1§3 Regolamento (CE) n. 139/2004 si fondano sul fatturato delle imprese, ma ve ne sono anche altre che si svincolano dai criteri numerici di fatturato e guardano alla dimensione europea, transnazionale dell'operazione (in maniera più olistica) secondo l'interpretazione che ne dà la Commissione. Fra tali disposizioni rientra non solo l'art. 22 ma anche l'art 4§5 (che ammette che le parti possano informare di loro sponte la Commissione per stimolarla a revisionare la concentrazione). Per quanto concerne l'interpretazione teleologica, il Tribunale ha ribadito come i presupposti dell'art. 22 differiscano da quelli dell'art. 1 e dagli altri meccanismi di rinvio e, anche appellandosi ai considerando 15 e 16 del regolamento, il giudice europeo ha valorizzato la diversità di questi sistemi di rinvio che, operando insieme, hanno lo scopo di garantire una maggiore efficienza del sistema.

¹¹¹ Dato che i presupposti per l'applicazione del rinvio *ex art. 22* sono individuati in maniera molto precisa dal regolamento stesso e questo da un lato garantisce la certezza del diritto, dall'altro limita la portata della norma.

¹¹² Poiché l'art. 22 garantisce che l'autorità più appropriata in base a caratteristiche dell'operazione (la Commissione o, se essa ritiene, quelle degli Stati membri) analizzi la concentrazione.

¹¹³ Infine, le società ricorrenti ritenevano violati i principi del legittimo affidamento e della certezza del diritto, dal momento che, in passato, la Commissione non era solita accogliere richieste di rinvio *ex art. 22* nei casi in cui non fossero superate soglie di controlli nazionali, e sembrava che tale prassi, usata fino alle Linee guida espresse dalla Commissione in *Orientamenti della Commissione sull'applicazione del meccanismo di rinvio di cui all'art. 22 del regolamento sulle concentrazioni per determinate categorie di casi* (v. COMMISSIONE EUROPEA *cit.* alla nota 97 del Capitolo I), di un mese successive alla lettera di invito e di tre mesi successivi alla concentrazione, fosse stata modificata dopo che le parti avevano strutturato la loro operazione, affidandosi alla prassi pregressa della Commissione. Il Tribunale ha detto che per poter invocare il principio del legittimo affidamento è necessario che siano state fornite alle parti indicazioni precise, incondizionate e coerenti da parte della autorità UE competenti, estremi che, invece, non sono integrati nel caso di specie.

procedurale^{114,115}. Le parti hanno impugnato la decisione del Tribunale davanti alla Corte di Giustizia dell'UE, la quale non si è ancora pronunciata sul ricorso¹¹⁶.

2.3.1.5 Le reazioni alla sentenza

Non poche sono state le critiche mosse nei confronti del nuovo approccio della Commissione UE, avallato dal Tribunale. Si è innanzitutto detto¹¹⁷ che così facendo si potrebbe creare una competenza *ex novo* della Commissione, in grado di attrarre nell'orbita dei controlli dell'istituzione concentrazioni per le quali né la Commissione né le autorità nazionali sono competenti, e che la Commissione potrebbe fondamentalmente creare sua propria competenza sollecitando il rinvio a sé delle concentrazioni, con strumenti quali le lettere di invito. Tuttavia, la sentenza del Tribunale¹¹⁸ affronta espressamente il tema e nega la necessità che le autorità nazionali o la Commissione siano provviste di competenza a esaminare una concentrazione per cui si intenda effettuare il rinvio *ex art. 22*, e tale necessità era già stata negata dalla Commissione¹¹⁹.

La dottrina¹²⁰ ha anche sollevato critiche fondamentalmente coincidenti, quanto al loro contenuto, con i motivi di impugnazione elaborati da GRAIL e Illumina: violazioni dei

¹¹⁴ La Illumina riteneva infatti che non fossero integrati gli estremi di applicabilità dell'art. 22, dal momento che concentrazione non sarebbe stata "resa nota" agli Stati membri, che erano a conoscenza della stessa ma non in possesso di sufficienti informazioni per poter compiere una prima analisi dell'operazione e concludere che l'operazione fosse meritevole di rinvio alla Commissione; Tribunale ha invece rilevato come la lettera di invito inviata dalla Commissione abbia portato gli Stati membri a conoscenza della concentrazione, stimolando gli stessi a compiere verifiche preliminari sulla stessa in maniera tale che, al momento del rinvio, la concentrazione fosse indiscutibilmente nota (anche nelle sue caratteristiche essenziali) alle autorità nazionali, v. §204 della sentenza. Era stato anche sostenuto da Illumina (e GRAIL) che la Commissione non avesse inviato la lettera di invito in tempi ragionevoli, in violazione del principio di buona amministrazione. Il Tribunale ha respinto anche tale motivo ritenendo che i circa due mesi intercorsi fra il momento in cui la Commissione era venuta a conoscenza dell'operazione e momento in cui lettera di invito fossero necessari per permettere alla Commissione di valutare, in base a tutte le informazioni disponibili al pubblico al tempo, se la concentrazione fosse preoccupante dal punto di vista concorrenziale, v. §§188-215 della sentenza.

¹¹⁵ Per una attenta ricostruzione dei motivi di ricorso e della sentenza di rigetto del tribunale, M. STILLO *cit.* alla nota 108.

¹¹⁶ M. STILLO *cit.* alla nota 98.

¹¹⁷ V. M. BERRETTA, N. LATRONICO, R. TREMOLADA, *Concentrazioni sotto soglia: più con l'ombra che luce nei recenti sviluppi a livello europeo e nazionale*, in *Rivista Corporate Governance*, 3/2023, pp. 639-680, ma anche le dichiarazioni del presidente del Bundeskartellamt, l'autorità garante della concorrenza tedesca, v. N. HIRST, M. HILGENFELD, *op. cit.* nota 109.

¹¹⁸ TRIBUNALE GENERALE DELL'UNIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 107, §§89-95.

¹¹⁹ Negli *Orientamenti della Commissione sull'applicazione del meccanismo di rinvio di cui all'art. 22 del regolamento sulle concentrazioni per determinate categorie di casi*, v. COMMISSIONE EUROPEA *cit.* alla nota 97 del Capitolo I.

¹²⁰ V. M. BERRETTA, N. LATRONICO, R. TREMOLADA, *op. cit.* alla nota 117 e V. ŠMEJKAL, *op. cit.* alla nota 96, soprattutto per quanto riguarda il principio del legittimo affidamento.

principi di sussidiarietà, di certezza del diritto, di proporzionalità, del legittimo affidamento. Anche questi argomenti sono stati, tuttavia, respinti dal Tribunale¹²¹.

Anche l'Avvocato Generale Emiliou ha criticato la sentenza, nelle sue conclusioni presentate alla Corte di Giustizia dell'UE nelle Cause riunite C-611/22 P e C-625/22 P (quelle relative alle impugnazioni di Illumina e GRAIL), nelle quali ha chiesto l'annullamento sia della decisione declaratoria della competenza della Commissione che di quella in cui vengono approvati gli impegni proposti da Illumina per ripristinare la situazione antecedente la concentrazione. L'Avvocato Generale ha espresso il timore di fondo che questo nuovo atteggiamento della Commissione, avallato dal Tribunale, possa determinare una indebita espansione delle competenze della Commissione, portandola ad affermare la sua competenza (almeno per quanto riguarda l'attività di controllo delle concentrazioni) anche laddove non vi è il benché minimo timore per la concorrenza sul territorio dell'Unione. Egli ha anche paventato che questo approccio possa essere eccessivamente penalizzante per le piccole imprese, dal momento che anche esse si ritroverebbero improvvisamente esposte allo scrutinio della Commissione (se la prassi emersa in GRAIL/Illumina dovesse consolidarsi) nel caso in cui intendessero procedere a concentrazione¹²². E per questo tipo di imprese i costi legati al procedimento antitrust sarebbero, in proporzione, molto gravosi.

Non bisogna tuttavia dimenticare che l'ampliamento delle maglie dell'art. 22 per espandere le competenze della Commissione è stato pensato dalle istituzioni europee per arginare le *killer acquisitions* (che coinvolgono per definizione piccole e medie imprese o persino *startups*) e che è ragionevole attendersi che la Commissione non abuserà di questo nuovo strumento per intercettare concentrazioni potenzialmente lesive. Del resto, nell'unico caso in cui la Commissione si è avvalsa dell'art. 22 Regolamento (CE) n. 139/2004 sollecitando persino il rinvio in base al meccanismo delineato del §5 del medesimo articolo, si era in presenza di una concentrazione che presentava tutte le caratteristiche proprie delle *killer acquisitions*, e anzi si inquadrava in un settore particolarmente delicato, in cui veniva in rilievo il diritto alla salute, e in particolare quello

¹²¹ V. *supra* 2.3.1.4 e la nota 113.

¹²² V. CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, *Illumina-Grail Merger: AG Emiliou proposes to set aside the General Court judgment and annual Commission decisions on referral request*, comunicato stampa no. 56/24, Lussemburgo, 21 marzo 2024; M. STILLO *cit.* alla nota 98.

dei pazienti oncologici, una categoria di individui particolarmente fragile. Se quindi la Commissione dovesse proseguire in questo modo, facendo uso parsimonioso della nuova interpretazione dell'art. 22, non sembra imminente il rischio che essa dilati a dismisura la sua competenza e che le piccole imprese possano essere eccessivamente oberate.

2.3.2 La recezione della soluzione a livello nazionale: il nuovo comma 1-bis dell'art. 16 legge 287/1990

Anche in Italia sono stati elaborati nuovi strumenti per far fronte alle *killer acquisitions*, per intercettarle e sottoporle al controllo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e, se necessario, bloccarle o quantomeno eliminarne gli aspetti nocivi. In particolare, è stato introdotto nel 2022 (con la l. 118 del 5 agosto del 2022, la Legge annuale per il mercato e la concorrenza 2021) un nuovo comma, l'1-bis, all'art. 16 della l. 287/1990, la Legge italiana a tutela della concorrenza.

2.3.2.1 Il testo normativo e le precisazioni del l'AGCM

Il comma¹²³ introduce un inedito meccanismo di comunicazione delle concentrazioni all'AGCM da parte delle imprese coinvolte, le quali potranno essere tenute a notificare all'AGCM, in forza di una richiesta elaborata dalla stessa Autorità, la concentrazione cui intendono procedere, anche nel caso in cui le due soglie dimensionali rilevanti per la disciplina antitrust nazionale¹²⁴ non siano entrambe raggiunte, purché anche solo una di esse¹²⁵ sia superata o nel caso in cui il fatturato globale complessivamente realizzato dalle imprese coinvolte superi €5 miliardi, e a patto che vi siano “*concreti rischi per la*

¹²³ Che, testualmente, recita: “L'Autorità può richiedere alle imprese interessate di notificare entro trenta giorni un'operazione di concentrazione anche nel caso in cui sia superata una sola delle due soglie di fatturato di cui al comma 1, ovvero nel caso in cui il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate sia superiore a 5 miliardi di euro, qualora sussistano concreti rischi per la concorrenza nel mercato nazionale, o in una sua parte rilevante, tenuto anche conto degli effetti pregiudizievoli per lo sviluppo e la diffusione di imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative, e non siano trascorsi oltre sei mesi dal perfezionamento dell'operazione. L'Autorità definisce con proprio provvedimento generale, in conformità all'ordinamento dell'Unione europea, le regole procedurali per l'applicazione del presente comma. In caso di omessa notifica si applicano le sanzioni di cui all'articolo 19, comma 2. Le disposizioni del presente comma non si applicano alle operazioni di concentrazione perfezionate prima della data della sua entrata in vigore”.

¹²⁴ Fissate dal comma precedente, art. 16 co. 1 l. 287/1990.

¹²⁵ Ossia fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate superiore a €492 milioni e fatturato totale realizzato individualmente a livello nazionale da almeno una delle due imprese interessate superiore a €30 milioni, con tali valori numerici aggiustati annualmente in considerazione dell'inflazione.

concorrenza nel mercato nazionale, o in una sua parte rilevante”, anche in considerazione “*degli effetti pregiudizievoli per lo sviluppo e la diffusione di imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative*”. La richiesta può essere effettuata al più entro sei mesi dalla chiusura dell’operazione, nel caso in cui le imprese sollecitate non diano seguito alla richiesta dell’AGCM, si applicheranno le sanzioni comminate dall’art. 19 co. 2 della l. 287/1990 in caso di mancata comunicazione di una concentrazione all’AGCM nei casi in cui l’art. 16 della medesima legge pone un obbligo di notifica.

Il riferimento contenuto nella disposizione ai rischi che certe fusioni possono comportare per imprese caratterizzate da bassi livelli di fatturato ma alto potenziale innovativo e per la loro crescita, il loro sviluppo conferma che essa costituisce una reazione, da parte del legislatore nazionale, al fenomeno delle *killer acquisitions*. Il contrasto a questo tipo di concentrazioni rientrava espressamente fra gli obiettivi e le forze propulsive che hanno portato all’adozione del nuovo testo normativo. L’AGCM già nel 2021¹²⁶ aveva posto le basi per l’adozione di questa nuova normativa, con una segnalazione al governo del 22 marzo del 2021, in cui si esprimeva la necessità di andare oltre i criteri preesistenti, ancorati al fatturato delle imprese, per individuare le concentrazioni che le imprese interessate devono obbligatoriamente notificare all’autorità. L’insofferenza dell’AGCM per la rilevata inadeguatezza dei criteri dimensionali era manifestata soprattutto in relazione alle *killer acquisitions* o, per usare il linguaggio dell’AGCM, le acquisizioni “*da parte di grandi operatori di mercato di potenziali futuri concorrenti*”.

Una Comunicazione dell’AGCM¹²⁷, successiva all’entrata in vigore del co. 1-*bis*, ha inoltre precisato alcuni aspetti, anche sostanziali, della nuova disciplina. In particolare, la Comunicazione chiarisce che l’AGCM valuterà i rischi per la concorrenza insiti nell’operazione, considerando tutte le caratteristiche rilevanti della stessa, tra cui rientrano la struttura dei mercati, le caratteristiche delle imprese coinvolte, la natura

¹²⁶ V. AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *Proposte di riforma concorrenziale ai fini della legge annuale per il mercato e la concorrenza anno 2021*, Segnalazione 22 marzo 2021, n. AS1730.

¹²⁷ AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *Comunicazione relativa all’applicazione dell’articolo 16, comma 1-bis, della legge 10 ottobre 1990, n. 287*, delibera 13 dicembre 2022, n. 30407.

dell'attività delle imprese interessate e la sua rilevanza per consumatori o altri operatori economici, la rilevanza dell'attività innovativa svolta e il vincolo competitivo esercitato da una o più imprese al di là della quota di mercato detenuta. Tale precisazione è cruciale per inquadrare la nuova previsione legislativa nell'ambito degli strumenti apprestati dai legislatori e regolatori nazionali ed europei per contrastare le *killer acquisitions*, con una speciale attenzione alla loro peculiare caratteristica di manifestarsi in specifici mercati caratterizzati da una veloce innovazione, il ruolo della quale è cruciale nello sviluppo e nell'importanza del mercato stesso.

La Comunicazione fornisce ulteriori spunti dai quali si evince la volontà di prendere di mira le *killer acquisitions*, dal momento che si dice che l'AGCM, al fine di sollecitare la comunicazione, potrà considerare anche elementi quali il fatto che una delle imprese partecipanti all'operazione sia una *start-up* o comunque un'importata innovatore¹²⁸, oppure il valore del corrispettivo nel caso in cui questo risulti sproporzionato rispetto al fatturato dell'impresa incorporata¹²⁹.

2.3.2.2 Le potenziali criticità della nuova disciplina

La dottrina ha riflettuto sui possibili limiti della norma introdotta nel 2022. *In primis*, si è espresso il timore che essa potesse ampliare eccessivamente il novero delle operazioni sottoposte all'esame dell'AGCM¹³⁰. Si è, *in secundis*, temuto¹³¹ che la disposizione possa determinare una situazione di incertezza per le società, che si potrebbero vedere esposte a un obbligo di notifica, senza che vi sia più la certezza garantita dalle soglie dimensionali. Al fine di avere maggiori certezze le imprese potrebbero essere spinte a compiere da sé i primi controlli, per valutare se la loro operazione ricada o meno nell'ambito di

¹²⁸ Più precisamente, la comunicazione in questo passaggio recita: “L’Autorità potrà tenere in considerazione ulteriori elementi quali, ad esempio, la circostanza che un’impresa: 1. è una *start-up* o un nuovo operatore con un significativo potenziale competitivo che deve ancora sviluppare o adottare un modello di business che generi ricavi significativi (o è ancora nella fase iniziale di implementazione di tale modello); 2. è un importante innovatore o sta conducendo un’attività di ricerca potenzialmente importante; 3. è un’importante forza competitiva, attuale o potenziale; 4. ha accesso a beni significativi dal punto di vista della concorrenza (come ad esempio materie prime, infrastrutture, dati o diritti di proprietà intellettuale); e/o 5. fornisce prodotti o servizi che sono input/componenti chiave per altri settori”.

¹²⁹ Per un’attenta ricostruzione della nuova disciplina, nonché riferimenti ad altre discipline che si pensa di introdurre o che sono state introdotte in altri ordinamenti, sempre per far fronte alle *killer acquisitions*, v. V. M. BERRETTA, N. LATRONICO, R. TREMOLADA, *op. cit.* alla nota 117.

¹³⁰ Così V. M. BERRETTA, N. LATRONICO, R. TREMOLADA, *ibidem*.

¹³¹ Da parte di M. BERRETTA, N. LATRONICO, R. TREMOLADA, *ibidem* e E. BRUTI LIBERATI, *La legge annuale sulla concorrenza e la sua difficile attuazione*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2024, p. 143.

applicazione dell'art. 16 co. 1-*bis*, con l'intervento di esperti e professionisti, il che potrebbe rallentare la chiusura dell'operazione e comportare ulteriori costi per le imprese. Questa possibile incertezza risulta acuita dalla circostanza che l'intervento dell'AGCM potrebbe avere natura *ex post*, iniziare a operazione già conclusa, nei sei mesi successivi la chiusura di essa. Secondo parte della dottrina¹³² che aveva espresso timori circa la situazione di incertezza che si sarebbe potuta creare, la Comunicazione dell'AGCM sarebbe sufficiente a mitigare tali preoccupazioni, in particolare nella parte in cui la Comunicazione descrive le caratteristiche delle operazioni ritenute sospette (che dovranno essere considerate con attenzione dall'AGCM) e a maggior ragione nel passaggio in cui essa menziona le società incorporate di piccole dimensioni e basso fatturato ma caratterizzate da un significativo potenziale in termini di innovazione.

Le critiche esposte possono essere superate grazie a ragionamenti analoghi a quelli compiuti a sostegno della nuova interpretazione che le istituzioni UE stanno dando dell'art. 22 Regolamento (CE) n. 139/2004. La certezza del diritto e la posizione delle società non sono minacciate da una maggiore discrezionalità delle autorità di regolazione nell'individuazione delle concentrazioni sottoponibili a *merger control*, a patto che però le autorità antitrust, tanto la Commissione quanto l'AGCM, esercitino tale discrezionalità in maniera oculata, e tenendo sempre a mente qual è l'obiettivo che questi mutamenti (legislativi nel caso italiano, interpretativi nel caso europeo) perseguono: il contrasto alle *killer acquisitions* e ai loro effetti negativi per i diritti degli individui. Restringendo il discorso al co. 1-*bis* art. 16 l. 287/1990, va notato come, sia prima che dopo l'introduzione di esso, l'AGCM abbia fatto spesso riferimento alle *killer acquisitions*. Emerge con chiarezza come la norma sia mirata ad intercettare questo tipo di concentrazioni, e non un novero ampio e incoerente di operazioni. A maggior ragione, la Comunicazione del dicembre 2022 è intervenuta a circoscrivere la discrezionalità dell'AGCM nell'individuazione delle potenziali *killer acquisitions*. Dunque, in base agli elementi oggi disponibili, risulta ardito sostenere che la nuova norma della l. 287/1990 ampli indebitamente l'autorità dell'AGCM, o che queste ultime si troverebbero esposte allo scrutinio dell'Autorità ogni volta che intendano dar luogo a una concentrazione.

¹³² E. BRUTI LIBERATI, *ibidem*.

2.4 Un bilancio sui criteri che mirano a facilitare l'individuazione delle *killer acquisitions*

Occorre trarre le conseguenze di quanto detto finora, per individuare gli aspetti positivi e i limiti delle soluzioni discusse.

Per quanto riguarda la soluzione che fa leva sull'introduzione di soglie dimensionali che guardino al valore dell'operazione, questo tipo di approccio presenta senz'altro un passo avanti rispetto al passato, e ha il pregio di continuare ad ancorare le soglie che innescano il controllo antitrust a criteri numerici, oggettivi, in questo ponendosi in continuità con quanto fanno l'art. 1§3 Regolamento (CE) n. 139/2004 e le corrispondenti previsioni nazionali (in Italia l'art. 16 comma 1 l. 287/1990). Il limite di questa soluzione, tuttavia, è di non andare oltre la sola individuazione delle *killer acquisitions*, di non influire sui criteri che dovrebbero ispirare le valutazioni delle autorità antitrust. L'eccessivo ancoraggio ai tradizionali paradigmi del diritto della concorrenza che l'applicazione di questa soluzione ha mostrato i suoi limiti (si pensi alla vicenda Facebook/WhatsApp nell'analisi della Commissione) e non ha impedito che *killer acquisitions*, pur correttamente individuate come tali, dispiegassero i loro effetti negativi.

Per quanto concerne le proposte che suggeriscono una maggiore attenzione ai comportamenti di società dominanti sul mercato, o che comunque abbiano un notevole potere di mercato, anch'esse sono il frutto della lodevole attenzione che stanno mostrando le istituzioni (europee soprattutto), e possono aiutare nell'intercettazione di *killer acquisitions* che sfuggirebbero altrimenti ai controlli dell'autorità (soprattutto nel settore digitale, dove gran parte delle incorporazioni ad opera delle *big tech* sono o rischiano di essere *killer acquisitions*), ma esse presentano un duplice ordine di limiti: la scarsa connessione con i principi e le regole essenziali del diritto della concorrenza e, ancora una volta, la circostanza che intervengano solo nel momento iniziale di individuazione di certe concentrazioni come *killer acquisitions*.

Merita un cenno anche la proposta di inversione di sistemi dell'onere della prova quando ad essere coinvolte in una concentrazione siano società dominanti sul mercato, o comunque società che ivi ricoprono una posizione preminente. La soluzione non presenta criticità significative (a livello teorico) e sembra molto utile per facilitare lo scrutinio delle autorità antitrust, anche in considerazione della netta asimmetria informativa che, soprattutto in certi mercati, le società più importanti possono usare a loro vantaggio.

Tuttavia, le possibilità che tale proposta offre sono limitate e rilevano soprattutto sul piano probatorio, pertanto si ritiene che essa possa dispiegare appieno le sue potenzialità solo se usata insieme ai sistemi di intercettazione delle *killer acquisitions* e a nuovi principi che possano guidare le autorità antitrust nel loro scrutinio.

L'ampliamento della discrezionalità delle autorità di regolazione nell'identificazione di sospette *killer acquisitions* (da sottoporre, in quanto tali, a *merger control*) sembra, invece, la soluzione più promettente fra quelle finora discusse. È vero che in astratto tale proposta potrebbe minare la certezza del diritto e ampliare a dismisura i poteri dell'autorità ma, come ha mostrato l'esigua ma recente prassi in materia (si pensi alla concentrazione GRAIL/Illumina), tali rischi sembrano essere più che remoti, per non dire infondati, anche perché la soluzione in parola è stata pensata ed elaborata con esclusivo riferimento alle *killer acquisitions*, e di questo autorità antitrust e legislatori europei sembrano essere del tutto consapevoli. Per fugare queste paure degli interpreti potrebbe essere utile introdurre fonti legislative e di *soft law* per indirizzare la nuova discrezionalità delle autorità antitrust, e in questo l'esempio offerto dall'Italia¹³³ ha mostrato di essere virtuoso.

In conclusione, questi strumenti proposti, e in una certa misura anche sperimentati da autorità antitrust e legislatori in Europa, sono potenzialmente molto utili (soprattutto l'ultimo) ma la loro incisività rimane inevitabilmente confinata all'individuazione delle *killer acquisitions* e si ritiene che, per un intervento più deciso nei confronti di questo tipo di operazioni, sia necessario ripensare i criteri che illuminano le valutazioni delle autorità antitrust, quantomeno nel caso in cui esse si trovino ad esaminare delle *killer acquisitions*.

3. *L'adozione di nuove teorie del danno nello scrutinio delle autorità antitrust*

3.1 *L'idea di fondo*

È avvertita, da qualche tempo, l'esigenza di introdurre nuove teorie del danno¹³⁴ che possano ispirare le valutazioni delle autorità antitrust, affinché le stesse, durante i

¹³³ Con il nuovo co. 1-*bis* art. 16 l. 287/1990 per come interpretato da AGCM, delibera 13 dicembre 2022, n. 30407, AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *cit.* alla nota 127.

¹³⁴ La teoria del danno è un concetto di cui si avvalgono le autorità antitrust, quando esercitano il controllo sulle concentrazioni, per valutare come la concentrazione possa impattare negativamente i consumatori e il mercato. La Commissione, la FTC e le autorità nazionali fanno spesso riferimento a una teoria del danno incentrata su un aumento dei prezzi, v. *ex multiis* I. KOKKORIS, *Innovation considerations in merger*

procedimenti di *merger control* da loro seguiti, non facciano solo riferimento al prezzo dei prodotti e alla loro variazione a seguito della concentrazione. Tale esigenza è avvertita soprattutto nella riflessione relativa ad alcuni settori altamente dinamici e in perenne evoluzione, come i mercati digitale o farmaceutico, che sono industrie in cui la concorrenza si compie più che altro sulla qualità del prodotto, e in cui vengono non di rado introdotti prodotti nuovi e frutto di una costante e vivace attività di ricerca e sviluppo. È poi proprio in questi mercati che si manifestano con più frequenza e con significativi effetti negativi le *killer acquisitions*.

È opinione diffusa in dottrina che l'innovazione possa fiorire soprattutto in questi mercati altamente contendibili e competitivi. Sembra dunque importante che la Commissione consideri, affinché la sua analisi sia effettivamente fruttuosa, l'impatto di una concentrazione sull'innovazione, guardando tanto alle attività di ricerca e sviluppo che presumibilmente condurrà l'ente risultante quanto all'impatto che la concentrazione presumibilmente avrà sull'innovazione dell'industria complessivamente considerata; altri elementi che dovrebbero essere valutati sono la concorrenza per l'innovazione e l'interoperatività degli strumenti e delle attività di ricerca e sviluppo portati avanti da diverse società presenti sul mercato¹³⁵.

La proposta è stata ampiamente caldeggiata in dottrina. Non solo in chiave critica, e come soluzione a certi limiti e criticità delle prassi della Commissione che sono emersi nell'ambito di casi concreti¹³⁶, ma anche in chiave più costruttiva, vedendo detta proposta come un criterio utile a migliorare le prassi e le valutazioni della Commissione, per improntarle a un maggior dinamismo, a una maggiore attenzione al piano dell'innovazione, che è strettamente contiguo a quello concorrenziale. Infatti, soprattutto in certi settori (come, per esempio, quelli farmaceutico e sanitario, sui quali si sta concentrando l'analisi) l'innovazione ha un ruolo cruciale nella determinazione delle

control and unilateral conduct enforcement, in *Journal of Antitrust Enforcement*, vol. 8, n. 1, 2020, pp. 56-85.

¹³⁵ Molteplici sono i riferimenti dottrinali che espongono in maniera esaustiva la teoria qui esposta. Fra di essi rientrano I. KOKKORIS, *ibidem*, e C. SHAPIRO, *Competition and Innovation: Did Arrow Hit the Bull's Eye?*, in *The Rate and Direction of Inventive Activity Revisited*, di J. LERNER and S. STERN, University of Chicago Press, Chicago, 2012, pp. 361-410.

¹³⁶ Questa la lettura data, per esempio, da V. BAGNOLI, *op. cit.* alla nota 19, nella più ampia riflessione critica sulla concentrazione Facebook/WhatsApp.

quote di mercato, del potere di mercato di una società, nonché delle variazioni di questi due elementi¹³⁷.

Considerare l'innovazione come un valore rilevante per le analisi delle autorità antitrust sarebbe ragionevole per diversi motivi. Innanzitutto, la Commissione è conscia del fatto che la riduzione dell'innovazione può essere uno degli effetti più negativi di una concentrazione, come emerge anche dalle Linee guida sulle concentrazioni orizzontali redatte dalla Commissione stessa, che indicano la diminuzione dell'innovazione successiva a una concentrazione come uno dei possibili effetti della crescita del potere di mercato della società risultante dalla fusione rispetto a quello delle società partecipanti all'operazione¹³⁸. Inoltre, le Linee guida individuano anche una correlazione positiva fra concorrenza e innovazione, e fanno riferimento soprattutto al concetto di concorrenza per l'innovazione, e mostrano la consapevolezza della Commissione per il rischio che, a seguito della concentrazione, l'ente risultante possa abbandonare uno o più progetti portati avanti dagli enti partecipanti alla concentrazione¹³⁹. Ripercorrendo¹⁴⁰ in maniera infinitamente sintetica il rapporto fra concorrenza e innovazione per come esso è stato studiato nella dottrina economica e giuridica, è possibile affermare che, secondo l'opinione pressoché univoca degli interpreti, una maggiore concorrenza nel mercato stimola l'innovazione, che ha sua volta ha portata positiva per la sostenibilità¹⁴¹. Dunque, l'opinione dominante conferma la visione delle Linee guida.

¹³⁷ Come messo in rilievo da M. BOURREAU, A. DE STREEL, *op. cit.* alla nota 12.

¹³⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese*, in GUUE C 31 del 5 febbraio 2004, pp. 5-18, §8.

¹³⁹ V. COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §38 che, a titolo esemplificativo, riporta l'ipotesi di una concentrazione che potrebbe ledere l'innovazione nel caso in cui le due o più società partecipanti stiano portando avanti simili progetti in fase di ricerca o sviluppo, progetti potrebbero essere impattati da concentrazione (con il rischio che l'ente risultante interrompa uno o più di essi).

¹⁴⁰ Come fanno in maniera sicuramente più dettagliata R. MAXIMIANO, C. VOLPIN *Merger control for green innovation*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*, a cura di J. NOWAG, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2024, pp. 176-193.

¹⁴¹ Più nel dettaglio, va detto che c'è autorevole dottrina in ambito economico che ritiene come vi sia una relazione a "U Inversa" fra concorrenza e innovazione, per cui vi è inizialmente (e per bassi livelli di concorrenza nel mercato) una proporzionalità diretta fra concorrenza e innovazione, dunque le due aumentano insieme ma, dopo che si raggiunge un determinato livello di concorrenza nel mercato, la relazione si inverte ed è necessario ridurre concorrenza per aumentare innovazione. Così P. AGHION, N. BLOOM, R. BLUNDELL, R. GRIFFITH e P. HOWITT, *Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120 n. 2, 2005, pp. 701-728. In ogni caso, gli interpreti concordano largamente sul fatto che la concorrenza fra società possa instaurarsi anche sul piano dell'innovazione, che le società siano disincentivate ad innovare se non sono in grado di beneficiare dei frutti dei loro prodotti innovativi, sul fatto che maggiore è il numero dei concorrenti nell'attività di ricerca e sviluppo maggiore è la possibilità che venga elaborato un prodotto effettivamente innovativo. V. R. MAXIMIANO, C. VOLPIN, *ibidem*.

Nonostante la consapevolezza della positiva correlazione fra concorrenza e innovazione si stia diffondendo da diverso tempo, solo di recente la dottrina¹⁴² e la Commissione¹⁴³ hanno iniziato a considerare innovazione come un parametro meritevole di attenzione nello scrutinio antitrust. E questo perché in passato le autorità antitrust europee (la Commissione e le autorità nazionali) davano importanza esclusivamente agli effetti concorrenziali o anticoncorrenziali di una concentrazione, espungendo ogni altro criterio valutativo dalla loro analisi.

3.2 Metodologie per integrare le considerazioni relative all'innovazione nel merger control

Sono state analizzate, dalla dottrina, diverse possibilità a disposizione delle autorità antitrust per dar peso anche all'innovazione nel loro scrutinio antitrust.

È possibile valutare l'innovazione in maniera diretta o indiretta¹⁴⁴. Integrare direttamente l'innovazione nelle considerazioni delle autorità antitrust vuol dire concentrarsi direttamente sull'effetto che la concentrazione potrà avere sull'innovazione, senza soffermarsi contestualmente sugli aspetti legati alla concorrenza, e quindi si valuta l'impatto della concentrazione sull'innovazione come un fattore a sé stante e non solo come conseguenza di altri elementi. Gli autori¹⁴⁵ che sposano questa teoria suggeriscono di uscire dall'ottica per cui di per sé la riduzione dei concorrenti sul mercato è negativa per l'innovazione, dal momento che tale lettura, considerata un po' apodittica, non considera le sinergie che si possono instaurare a seguito di una concentrazione e in conseguenza di essa, sinergie che possono riguardare anche l'innovazione. Una considerazione indiretta dell'innovazione equivale invece a continuare a concentrare lo scrutinio antitrust sulla concorrenza, sul mercato rilevante, sulle difficoltà di accesso al mercato, per poi valutare come questi fattori possano impattare tutte le componenti di una concorrenza effettiva, fra cui rientra l'innovazione. Tale approccio ha il vantaggio di porsi in maggiore continuità con la tradizione del diritto europeo della concorrenza¹⁴⁶.

¹⁴² V. C. TURGOT, *op. cit.* alla nota 52 dal Capitolo I.

¹⁴³ Nella decisione Dow/DuPont, COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 106 del Capitolo I.

¹⁴⁴ La distinzione è stata teorizzata da P. IBÁÑEZ COLOMO, Restrictions on Innovation in EU Competition Law, in *European Law Review*, 2016, pp. 201-219 anche se, secondo parte della dottrina, i confini fra le due metodologie esposte potrebbe a volte sfumare, v. al riguardo M. BOURREAU, A. DE STREEL, *op. cit.* alla nota 12.

¹⁴⁵ V. M. BOURREAU, A. DE STREEL, *ibidem*.

¹⁴⁶ Per una più approfondita spiegazione del tema, v. P. IBÁÑEZ COLOMO, *op. cit.* alla nota 144.

3.2.1 Spunti di riflessione

La considerazione diretta dell'innovazione nelle valutazioni di merger control può portare cosé elementi di notevole complessità. Il problema della complessità risulta notevolmente attenuato nel settore farmaceutico, dove i rigidi e scanditi procedimenti per fasi che portano all'approvazione di un farmaco sono (e devono essere) documentati passo per passo e i dati riferibili al procedimento sono disponibili e consultabili dalle agenzie governative e dalle autorità amministrative, e dove quindi si riesce, piuttosto agevolmente, a delineare e ponderare il ruolo dell'innovazione nel processo produttivo e in ogni sottofase di esso¹⁴⁷. Nel settore digitale mancano elementi come dati e ricerche che possano aiutare le autorità a tracciare l'innovazione e il ruolo di essa nell'elaborazione di prodotti e servizi, e mancano anche procedure rigorosamente scandite e documentate; inoltre, in questo ambito ogni cosa è in rapidissima evoluzione e anche questo contribuisce alla difficoltà nel monitorare l'innovazione. È in questo ambito molto difficile avere il polso del tasso di innovazione di certi prodotti (come, per esempio, quelli sviluppati dalle startup, i cui dati sono difficilmente accessibili da parte di soggetti esterni) e delle conseguenze dell'interruzione dei processi di sviluppo di tali prodotti e prototipi¹⁴⁸.

Tuttavia, queste criticità non sembrano insormontabili¹⁴⁹, e anzi esse potrebbero essere superate anche solo grazie ad una maggiore elaborazione dottrinale in materia e al consolidarsi delle prassi delle autorità antitrust del continente europeo. E a tal riguardo

¹⁴⁷ La Food and Drug Administration (FDA) negli Stati Uniti, l'Agenzia italiana del farmaco (AIFA) in Italia, l'EMA a livello di Unione Europea sono deputate all'approvazione dei farmaci che le società farmaceutiche intendano mettere in commercio nel territorio di competenza di ognuna di queste agenzie. In tutti questi casi, su entrambe le sponde dell'atlantico, è richiesto alla società che voglia commercializzare un nuovo farmaco da lei prodotto, di compiere tutta una serie di test, prima in laboratorio, poi sugli animali (nella cd. fase preclinica) e infine su gruppi progressivamente più ampi di pazienti (nella cd. fase clinica); i dati riferibili allo studio di ogni fase devono essere estensivamente e dettagliatamente documentati in *dossier* o documenti equivalenti che verranno poi messi a disposizione dell'agenzia governativa adibita all'approvazione dei farmaci. V. FOOD AND DRUG ADMINISTRATION, *The Drug Development Process*, <https://www.fda.gov/patients/learn-about-drug-and-device-approvals/drug-development-process> (consultato il 29 agosto 2024) e Chapter 9—Federal Food, Drug, And Cosmetic Act per gli Stati Uniti; riferimenti rilevanti a livello UE sono costituiti da EUROPEAN MEDICINE AGENCY, *Marketing Authorization*, <https://www.ema.europa.eu/en/human-regulatory-overview/marketing-authorisation> (consultato il 29 agosto 2024), Direttiva 2001/83/CE e Regolamento (CE) n. 726/2004 per le procedure di approvazione dei farmaci e Regolamento (UE) n. 536/2014 in tema di sperimentazioni cliniche dei farmaci per uso umano; per quanto riguarda l'Italia v. AGENZIA ITALIANA DEL FARMACO, *Autorizzazione dei farmaci*, <https://www.aifa.gov.it/autorizzazione-dei-farmaci> (consultato il 29 agosto 2019) e Decreto Legislativo 24 aprile 2006, n. 219 di attuazione direttive europee in materia di farmaci ad uso umano.

¹⁴⁸ C. TURGOT, *op. cit.* alla nota 52 dal Capitolo I.

¹⁴⁹ V. *infra* §3.3.3.

va segnalato che la Commissione dell'Unione Europea si sta mostrando sempre meno timida nell'incorporare le considerazioni relative all'innovazione nelle valutazioni delle concentrazioni di cui si occupa. Tale incorporazione ha iniziato ad aversi sotto forma dell'attenzione che la Commissione dedicava alle attività di ricerca e sviluppo portate avanti dagli enti partecipanti alla concentrazione, soprattutto quando tali progetti si sovrapponevano tra loro¹⁵⁰, e assume oggi forme più complesse e sofisticate.

3.3 La recezione della nuova teoria del danno nella prassi della Commissione

L'attenzione iniziale della Commissione ai temi legati all'innovazione si è manifestata nei procedimenti di *merger control* riguardanti imprese del settore farmaceutico. La Commissione ha, in diverse concentrazioni che vedevano coinvolte più case farmaceutiche, approvato la concentrazione in via condizionata, a fronte dell'assunzione di impegni da parte delle imprese interessate, impegni volti a tutelare la ricerca e progetti che stava portando avanti una delle società partecipanti alla fusione e che rischiavano, a giudizio della Commissione, di essere abbandonati dall'ente risultante¹⁵¹. Questo nuovo approccio della Commissione si è avuto non solo in ipotesi in cui il farmaco (o progetto di farmaco) ritenuto promettente dall'istituzione si trovava ad uno stadio avanzato di sviluppo, ma anche quando quello che una delle imprese interessate stava sviluppando era ancora allo stadio di principio attivo, o era semplicemente una molecola potenzialmente molto interessante e utile per futuri progetti di ricerca.

3.3.1 I primi casi in cui si è dato peso all'innovazione

Negli esempi più risalenti di questa pur recentissima prassi (Medtronic/Covidien e Pfizer/Hospira)¹⁵² la Commissione ha approvato le concentrazioni condizionatamente al rispetto di impegni che miravano a supportare la prosecuzione di progetti di sviluppo di farmaci portati avanti da una delle società partecipanti, progetti che rischiavano, secondo l'istituzione, di essere abbandonati all'indomani della concentrazione. Questo timore della Commissione era fondato sulla somiglianza fra il prodotto farmaceutico, in fase

¹⁵⁰ Coerentemente con il testo del §38 delle Linee guida sulle concentrazioni orizzontali, V. COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138, §8.

¹⁵¹ Come spiega I. KOKKORIS, *op. cit.* alla nota 134.

¹⁵² COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.7326—*Medtronic/Covidien* del 28 novembre 2014 COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.7559—*Pfizer/Hospira*, del 4 agosto 2015.

avanzata di sviluppo, di una delle società, e un farmaco, già in fase di vendita, dell'altra¹⁵³. La Commissione ha quindi dato molta importanza al tema della concorrenza per l'innovazione, in casi in cui le imprese interessate dalla concentrazione disponevano di farmaci con un medesimo principio attivo, farmaci che o erano già disponibili sul mercato o erano nelle fasi finali della sperimentazione¹⁵⁴.

Nell'approvare, con impegni, la più recente concentrazione Novartis/GSK Oncology¹⁵⁵ (due società con farmaci simili per la cura della più pericolosa tipologia di tumori alla pelle), la Commissione è stata ancora più audace e ha valorizzato progetti di ricerca e sviluppo ancora ben lontani dalle fasi finali e a maggior ragione dalla commercializzazione del farmaco. Nello specifico, GSK Oncology era ad uno stadio più avanzato nell'elaborazione di terapie che avrebbero potuto rallentare la diffusione del tumore, mentre Novartis era più indietro nella sperimentazione dell'uso di molecole simili di quelle usate da GSK Oncology. Il timore sottostante alla decisione della Commissione era che Novartis potesse, all'esito dell'operazione acquisitiva, abbandonare il suo progetto di ricerca in favore di quello di GSK Oncology, riducendo l'impegno coordinato delle due società nello sviluppo di farmaci antitumorali, con conseguente pregiudizio per i pazienti¹⁵⁶.

L'istituzione, nel motivare la sua decisione¹⁵⁷, ha fatto riferimento alla circostanza che i processi di ricerca e sviluppo siano molto onerosi e costosi, quando riguardano farmaci antitumorali, e portano con sé importanti duplicazioni dei costi che la società risultante dalla concentrazione, nel caso di specie, avrebbe potuto agilmente evitare abbandonando uno dei due progetti; il che avrebbe avuto, tuttavia, l'effetto di dimezzare le possibilità di

¹⁵³Più nel dettaglio, nella vicenda Medtronic/Covidien Medtronic era la società *leader* del mercato del prodotto (un palloncino medicato usato per la cura delle malattie cardiovascolari) mentre Covidien aveva una progetto promettente ma molto simile a quello di Medtronic; nel mercato rilevante vi erano scarsissimi potenziali concorrenti e, per le caratteristiche e per lo stadio in cui si trovavano i progetti di ricerca e sviluppo al tempo della concentrazione, la Commissione ritenne che l'eliminazione di Covidien avrebbe determinato la perdita di un concorrente credibile sull'innovazione. Nel caso Pfizer/Hospira, invece, il prodotto in questione era un medicinale utile nella cura e trattamento dell'artrite reumatoide.

¹⁵⁴ Per una ricostruzione di queste vicende, v. M. TODINO, G. VAN DE WALLE, L. STOICAN, *EU Merger Control and Harm to Innovation—A Long Walk to Freedom (from the Chains of Causation)*, in *Antitrust Bulletin*, vol. 64, n. 1, 2019, pp. 11-30.

¹⁵⁵ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Mergers: Commission approves acquisition of GSK's oncology business by Novartis, subject to conditions*, Bruxelles, comunicato stampa del 28 gennaio 2015.

¹⁵⁶ Per un'attenta ricostruzione, anche da un punto di vista farmacologico e scientifico, della concentrazione Novartis/GSK Oncology, nonché della Pfizer/Hospira, v. P. MCGEOWN, A. BARTHÉLEMY *Recent Developments in EU Merger Control*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, vol. 7, n. 8, 2016, pp. 549-565.

¹⁵⁷ COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.7275—*Novartis/GSK Oncology*, del 28 gennaio 2015.

sviluppare un farmaco antitumorale efficace, mentre a giudizio della Commissione è importante (almeno in questo ambito) preservare tutti i progetti, sia quelli in stadio di sperimentazioni cliniche, che anche quelli in fasi meno avanzate, persino in casi in cui il successo del farmaco finale non è certo come nelle due concentrazioni precedenti¹⁵⁸.

Gli interpreti¹⁵⁹ che hanno riflettuto su queste decisioni riscontrano come la Commissione riscontrano anche come la Commissione abbia dato peso, nel caso Novartis/GSK Oncology, non solo agli effetti della concentrazione sulle potenzialità innovative della società risultate ma anche a quelli relativi all'innovazione complessiva nell'industria dei farmaci antitumorali. Si è guardato non solo ai prodotti delle società coinvolte che fossero fra loro sovrapponibili, ma anche alle attività di ricerca delle due imprese individualmente considerate, e come esse sarebbero potute cambiare a seguito della concentrazione.

Sempre con riferimento alla concentrazione Novartis/GSK Oncology, si è criticato proprio l'elemento centrale e più innovativo della relativa decisione, ossia che la Commissione ha considerato e tutelato anche progetti alle fasi primarie di ricerca e sviluppo, dal momento che, per questo tipo di progetti, l'esito è incerto. Anzi si è paventato che vi sia stato un superfluo dispendio di energie da parte della Commissione, dal momento che più un progetto è alle fasi primarie dello studio, minori sono le sue possibilità di diventare un farmaco la cui vendita è autorizzata, con solo il 10% di possibilità, per i progetti che si trovano alle prime fasi della sperimentazione clinica, di vedere la luce come prodotto finito¹⁶⁰.

3.3.2 Il consolidarsi della prassi: la decisione Dow/Dupont

Anche nel valutare la concentrazione Dow/Dupont la Commissione ha preso in esame gli effetti complessivi della concentrazione sull'innovazione, riflettendo su come l'operazione avrebbe potuto impattare (negativamente) anche sui prodotti nelle fasi iniziali di ricerca e sviluppo; ha fatto da preludio al contenuto della decisione l'esplicita

¹⁵⁸ Riflessioni sulla decisione sono riportate da M. TODINO, G. VAN DE WALLE, L. STOICAN, *op. cit.* alla nota 154.

¹⁵⁹ V. per esempio I. KOKKORIS, *op. cit.* alla nota 134.

¹⁶⁰ Queste riflessioni sono esposte da M. TODINO, G. VAN DE WALLE, L. STOICAN, *op. cit.* alla nota 154.

attenzione della Commissaria UE per la concorrenza Vestager¹⁶¹ all'innovazione e a come la concentrazione in parola avrebbe potuto lederla. Nella decisione è stato analizzato come le due società fossero vivaci concorrenti nello sviluppo di pesticidi, erbicidi e fungicidi, e che quindi la fusione (che interessava anche tali settori) avrebbe potuto determinare una significativa riduzione di innovazione in questi ambiti, a maggior ragione considerato l'elevatissimo tasso di concentrazione nell'industria agrochimica¹⁶². La concentrazione è stata approvata solo a fronte dell'impegno di Dupont di disinvestire porzioni importanti della sua attività di produzione di pesticidi, espressamente al fine di tutelare l'innovazione del mercato¹⁶³.

Nella vicenda Dow/Dupont, ancor più che nella Novartis/GSK Oncology, gli interpreti notano come la Commissione si sia svincolata dall'attenzione allo stadio in cui si collocano i progetti di ricerca e sviluppo delle società coinvolte nella concentrazione adottando una prospettiva di più ampio respiro¹⁶⁴ che la ha portata a prendere in considerazione lo stato dell'innovazione e della concorrenza per l'innovazione nell'industria complessivamente considerata¹⁶⁵. Infatti, l'istituzione ha prestato attenzione anche ai progetti agli stadi iniziali della ricerca senza che si esigesse, quale criterio per considerare dette esigenze nelle valutazioni di *merger control*, che le ricerche fossero già sfociate nelle fasi di sviluppo.

Per quanto riguarda gli elementi cui la Commissione ha ancorato la sua decisione, l'istituzione ha studiato i piani per l'innovazione delle due società prima e dopo la concentrazione e ha notato una netta riduzione degli incentivi ad innovare nello scenario post-operazione immaginato dalle parti. In particolare, grazie a questo studio, è stato riscontrato che ci sarebbe stata una riduzione immediata degli incentivi a proseguire le attività di innovazione esistenti nelle ipotesi di linee di ricerca sovrapposte per prodotti che le parti stavano sviluppando e una riduzione degli incentivi di lungo periodo. Si è dunque ponderato anche l'impatto che l'operazione avrebbe avuto sugli incentivi per le parti ad innovare.

¹⁶¹ La quale ha voluto che la Commissione si assicurasse che l'operazione Dow/DuPont non ledesse l'innovazione, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Mergers: Commission opens in-depth investigation into proposed merger between Dow and DuPont*, Bruxelles, comunicato stampa dell'11 agosto 2016.

¹⁶² V. *supra* §2.2 Cap. I.

¹⁶³ V. la decisione Dow/DuPont della COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 106 del Capitolo I.

¹⁶⁴ Come notano B. MEYRING, N. HOOLIHAN, *EU Merger Regulation – Review of 2017 and Beyond*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, vol. 10, n. 2, 2019, pp. 115-128.

¹⁶⁵ Come rilevato da M. TODINO, G. VAN DE WALLE, L. STOICAN, *op. cit.* alla nota 154.

Si dà infine conto di come, anche nell'approvare la concentrazione Bayer/Monsanto¹⁶⁶, la Commissione abbia posto in rilievo l'innovazione, ammettendo la fusione solo a patto che Bayer trasferisse molteplici rami d'azienda a BASF, altra società del settore, poiché la Commissione ha notato, nella decisione, come vi fosse un'ampia sovrapposizione delle attività di ricerca e sviluppo di Bayer e Monsanto per quanto riguarda gli erbicidi e i semi con un DNA che conferisce loro resistenza agli erbicidi.

3.3.3 Come la Commissione ha integrato le valutazioni sull'innovazione nelle sue analisi

Guardando alla metodologia utilizzata nelle decisioni qui in discussione, gli interpreti¹⁶⁷ mettono in rilievo come la Commissione consideri gli aspetti specifici dell'industria per valutare se e in che misura incorporare le considerazioni relative all'innovazione nelle sue valutazioni di merger control. Certamente nel settore agrochimico era probabile più che altrove questa analisi, visto che si tratta di un mercato estremamente concentrato, con concentrazioni che coinvolgono inevitabilmente grandi società che sono anche importanti innovatori, e non si ha, in questo settore, alcun precedente di innovazione proveniente da società al di fuori dell'industria.

Per quanto riguarda le concentrazioni nel settore farmaceutico, la Commissione ha dato rilievo all'innovazione in considerazione dell'importanza della ricerca in questo ambito, anche e soprattutto per i significativi miglioramenti che i passi avanti nella ricerca medica e farmaceutica possono avere per la salute dei pazienti.

La Commissione ha delineato inoltre gli aspetti fondamentali dell'approccio da lei seguito nel considerare l'innovazione nelle valutazioni di *merger control*. Essi sono l'analisi dello stato della ricerca e dello sviluppo in un'industria altamente concentrata quando vi è una fusione che coinvolge due importanti innovatori; la considerazione delle elevate barriere all'entrata, data la scarsità di strumenti per portare avanti ricerca e sviluppo e i requisiti di registrazione che si riscontrano relativamente a certi mercati; l'attenzione a ogni prova diretta di soppressione, post concentrazione, delle attività di ricerca e sviluppo; la forza e le caratteristiche comuni delle parti in quanto innovatori; l'esame delle

¹⁶⁶ Con decisione M.8084 Bayer/Monsanto, COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 94 del Capitolo I.

¹⁶⁷ Tra cui I. KOKKORIS, *op. cit.* alla nota 134.

sovrapposizioni fra le attività di ricerca e sviluppo delle parti; e infine lo studio delle relazioni passate fra le concentrazioni e i tentativi di innovazione nel mercato rilevante¹⁶⁸.

3.4 È possibile affermare l'emersione di una nuova teoria del danno?

Alla luce della sintetica ricostruzione che si è compiuta relativamente alla recente prassi in cui la Commissione ha preso in considerazione le implicazioni che le concentrazioni esaminate avrebbero potuto avere sull'innovazione, occorre interrogarsi se sia ormai emersa una nuova teoria del danno nelle prassi della Commissione.

Diverse voci in dottrina¹⁶⁹ danno risposta affermativa a tale interrogativo, anche in considerazione del fatto che l'attenzione all'innovazione nelle analisi della Commissione non è qualcosa di totalmente nuovo¹⁷⁰. La vera novità dalla prassi della Commissione qui in discussione non è tanto il riferimento all'innovazione, quanto il ruolo centrale che essa ha assunto nelle valutazioni dell'istituzione.

Si è riscontrato come la nuova teoria del danno valorizzi l'innovazione nell'ambito delle decisioni della Commissione in materia di concentrazioni. Più precisamente, si è parlato¹⁷¹ di diverse teorie del danno legate all'innovazione che è possibile rilevare nella recente prassi della Commissione.

Secondo una prima teoria del danno individuata dagli interpreti¹⁷², la Commissione valuta la riduzione nella concorrenza effettiva nei mercati o negli spazi di innovazione (che è una forma di perdita della concorrenza dinamica), sulla base dell'assunto per cui a seguito di una concentrazione l'ente risultante è meno incentivato ad innovare, assente il pungolo proveniente da quelli che prima erano concorrenti sull'innovazione. L'analisi della

¹⁶⁸ V. a tal riguardo I. KOKKORIS, *ibidem* e Johannes LAITENBERGER, *EU competition law in innovation and digital markets: fairness and the consumer welfare perspective*, evento MLeper / Hogan Lovells Bruxelles, 10.10.2017, http://ec.europa.eu/competition/speeches/text/sp2017_15_en.pdf, consultato il 30 agosto 2024.

¹⁶⁹ Tra cui I. KOKKORIS, *op. cit.* alla nota 134; M. TODINO, G. VAN DE WALLE, L. STOICAN, *op. cit.* alla nota 154.

¹⁷⁰ Infatti, le tematiche legate all'innovazione, nel periodo che va dal 1995 al 2022, sono state discusse dalla Commissione in oltre il 10% delle sue decisioni, e questa percentuale si alza a quasi l'80% delle decisioni pronunciate all'esito della seconda fase del procedimento, con un notevole incremento dei riferimenti all'innovazione per le decisioni post-2004, anno dell'entrata in vigore del Regolamento dell'UE sulle concentrazioni 139/2004, T. DUSO, L. BERNHARDT, J. PIECHUKA, *The evolution of theories of harm in EU merger control*, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4892587, consultato il 30 agosto 2024.

¹⁷¹ Questa categorizzazione è descritta nel dettaglio da R. MAXIMIANO, C. VOLPIN, *op. cit.* alla nota 140, che discutono anche le varie teorie del danno legate all'innovazione che sono qui esposte.

¹⁷² E discussa anche da N. PETIT, *cit.* nota 12 del Capitolo I.

Commissione si concentra sul piano della ricerca e dello sviluppo, senza andare a guardare a effetti sui prodotti finiti.

La seconda teoria si concentra sulla perdita della concorrenza potenziale sull'innovazione, nel caso in cui vi sia una concentrazione fra imprese che, assente la concentrazione, avrebbero instaurato una concorrenza sul piano della ricerca e sviluppo perché in concorrenza fra loro sul mercato. Questo vale anche nel caso in cui coinvolto nella concentrazione sia un concorrente nascente

Un'ultima teoria considera la perdita dei differenti tentativi di ricerca e sviluppo, la minore diversificazione nei progetti e la riduzione delle possibilità di un'innovazione di successo. Agli interpreti sembra sia stata questa la teoria a fondamento di decisione GRAIL/Illumina, in cui la Commissione ha enfatizzato il rischio di riduzione dell'innovazione e di possibilità di scelta nel mercato emergente dei test ematici per la rilevazione precoce dei tumori.

È tuttavia diffusamente avvertita la necessità di approfondire l'elaborazione teorica sul punto e rendere più sistematica la prassi della Commissione. Un ruolo cruciale potrebbe avere il bilanciamento dell'efficienza che scaturisce dalla concentrazione con i suoi potenziali effetti negativi e una maggiore attenzione al lungo periodo¹⁷³, dato che per esempio¹⁷⁴, l'incremento dell'innovazione che potrebbe scaturire dalla concentrazione potrebbe, nell'immediato, incrementare i prezzi per via dei maggiori costi di ricerca e sviluppo, quindi è auspicabile, per permettere la piena comprensione dell'efficienza dovuta all'innovazione, che si consideri una prospettiva temporale più ampia dei due o tre anni post operazione (cui la Commissione guarda nelle valutazioni di *merger control*), dal momento che solo nel giro di diversi l'innovazione dà i suoi frutti e consente di assorbire i costi sostenuti (e quindi, anche si abbassare i prezzi e rendere benefici ai consumatori).

Si ritiene che lo sviluppo dell'elaborazione teorica sul punto e una maggiore sistematicità nella prassi della Commissione sarebbero utili anche per superare quella che finora è la principale critica mossa nei confronti della recente attenzione all'innovazione da parte dell'istituzione, ossia che sia difficile valutare l'impatto dell'innovazione in settori dove

¹⁷³ V. *infra* §6.5.2 Cap. III.

¹⁷⁴ Come notano R. MAXIMIANO, C. VOLPIN, *op. cit.* alla nota 140.

il processo produttivo è più fluido, e maggiori difficoltà di valutazione insorgerebbero anche nei casi in cui i progetti di ricerca rilevanti sono ben lontani dalle fasi di sviluppo e commercializzazione del prodotto finito¹⁷⁵. Non è ardito sperare, tuttavia, che, se la Commissione dovesse tornare più volte sul punto, un approccio maggiormente analitico venga da sé, visto che l'istituzione sarà posta, prima o poi, di fronte alla necessità di sciogliere i dubbi più diffusi e seri che l'attenzione all'innovazione in sede di *merger control* porta con sé, e dovessero questi dubbi persistere, potrebbe svilupparsi anche una giurisprudenza europea sul tema. Giurisprudenza alla nascita della quale forse stiamo assistendo proprio in questi mesi, almeno per quanto riguarda gli aspetti legati alla competenza della Commissione¹⁷⁶.

3.5 Il ruolo degli impegni

Nei casi in cui la Commissione ha dato peso all'innovazione nel contenuto delle sue decisioni, ha approvato le concentrazioni sottoposte a scrutinio, ma in via condizionata, nel caso in cui esse destassero preoccupazioni sul piano dell'innovazione. Dunque, la nuova teoria del danno di cui si discute in dottrina¹⁷⁷ incide anche sul tipo di decisioni che la Commissione adotta. Infatti, assistiamo ad approvazioni delle concentrazioni condizionate all'assunzione di impegni da parte delle imprese interessate e questo perché, se ad oggi è alquanto arduo immaginare che la Commissione possa bloccare una concentrazione solo per i rischi che essa pone nei confronti dell'innovazione¹⁷⁸, ben più facile è immaginare come la Commissione possa approvare la concentrazione condizionatamente al rispetto di impegni che consentano di preservare l'innovazione. Decisioni di questo tipo so già intervenute e quindi, a dire il vero, non serve nemmeno lavorare d'immaginazione e basta guardare alla recente prassi della Commissione, alla decisione Novartis/GSK Oncology, in cui la concentrazione ha ricevuto il *placet* della Commissione, ma solo a patto che l'ente risultante continuasse la ricerca e lo sviluppo di un promettente nuovo medicinale; anni dopo la vicenda, la prosecuzione del processo di

¹⁷⁵ Critica elaborata da M. TODINO, G. VAN DE WALLE, L. STOICAN, *op. cit.* alla nota 154.

¹⁷⁶ V. *supra* §2.3.1.4.

¹⁷⁷ V. *supra* §3.4.

¹⁷⁸ Anche nel caso GRAIL/Illumina, del resto, la decisione di vietare la concentrazione è stata fondata anche sui timori che la concentrazione destava per quanto riguarda la concorrenza, v. *supra* §2.3.1.3.

sviluppo ha prodotto una nuova e migliore soluzione per la più pericolosa tipologia di tumori alla pelle¹⁷⁹.

Certo, esistono anche dei limiti presentati dagli impegni. I principali sono la difficoltà nell'individuarli e nell'imporli, soprattutto quando le imprese interessate sono società di grandi dimensioni, facoltose e in grado di avvalersi dell'ausilio di preparatissimi avvocati. Ancora più difficile è poi monitorare l'applicazione rimedi e il rispetto degli stessi da parte delle società, e questo vale a maggior ragione per quanto riguarda i rimedi comportamentali, che prescrivono specifici comportamenti cui dovrà attenersi l'ente risultante dalla concentrazione¹⁸⁰.

Tuttavia, La tendenza della Commissione ad approvare condizionatamente le concentrazioni per tutelare innovazione si è accompagnata a una modificazione del tipo di rimedi (dal punto di vista operativo) che la Commissione adotta. Tradizionalmente l'istituzione è sempre stata più propensa ad adottare rimedi di tipo standard, che non impediscono alla concentrazione di essere consumata nell'immediato e che vengono poi attuati nel periodo successivo l'operazione: per esempio, nel caso in cui si debbano disinvestire degli *assets*, la designazione dell'acquirente di tali beni non avviene necessariamente al momento della stesura della decisione o dell'assunzione degli impegni, ma in un periodo successivo, con la designazione finale che interviene normalmente mesi dopo l'approvazione e il perfezionamento della concentrazione. Nella più recente prassi improntata ad una valorizzazione dell'innovazione, invece, notiamo la Commissione fare ricorso a rimedi cd. "*up-front-buyer*", che impongono un maggiore rigore alle parti della concentrazione e, nel caso in cui l'impegno consista nel disinvestimento di *assets* produttivi in favore di un terzo, comportano un obbligo per le parti di astenersi dal completare l'accordo di fusione fino a che non sia concluso un accordo vincolante per la cessione degli *asset* con un terzo (che quindi deve essere già stato individuato), accordo che deve essere approvato dalla Commissione¹⁸¹. Un approccio del genere ha il vantaggio di rafforzare la vincolatività degli impegni, di evitare facili elusioni e difficili controlli *ex post*, dal momento che l'approvazione della

¹⁷⁹ Come riportato anche da M. VESTAGER, *cit.* alla nota 8.

¹⁸⁰ Per un'esposizione delle principali carenze degli impegni, v. T. VALLETTI, *op. cit.* alla nota 79.

¹⁸¹ Ciò è messo in rilievo da B. MEYRING, N. HOOLIHAN, *op. cit.* nota 164.

Commissione del contenuto degli impegni si inquadra nello stesso orizzonte temporale dell'approvazione della concentrazione da parte istituzione. L'unico inconveniente è l'appesantimento della procedura. Tuttavia, non sembra che questo elemento aggiuntivo di complessità della concentrazione risulti insopportabilmente oneroso, poiché queste sono procedure già di per sé estremamente complesse e onerose, in termini di tempo, risorse, dispendio di energie da parte della Commissione, e delle parti; pertanto, non sembra eccessivo né intollerabile per la Commissione favorire i rimedi di tipo *up-front-buyer*, il che sembra confermato dalla recente maggiore frequenza del ricorso a rimedi del genere. Se si cercano esempi empirici di rimedi di questo tipo, basta guardare al caso Dow/Dupont, dove il rimedio *up-front-buyer* ha imposto la cessione degli *assets* a SK Global Chemical Co., LTD prima che la fusione potesse essere perfezionata, o alla decisione Bayer/Monsanto, dove cessionaria degli *assets* di Bayer è stata la BASF, o anche alla Novartis/GSK Oncology, dove i rimedi hanno comportato cessione di diritti di proprietà intellettuale e *assets* produttivi da parte di Novartis in favore di Array BioPharma Inc..

3.6 Il contesto italiano: le modifiche all'art. 6 co. 1 della l. 287/1990

Per quando riguarda il contesto nazionale, è possibile rinvenire tracce della nuova teoria del danno che sta emergendo in sede europea direttamente al livello delle fonti primarie. In particolare, il co. 1 dell'art. 6 l. 287/1990, per come modificato dalla l. 218/2022, prevede ora che l'AGCM possa ponderare anche gli effetti negativi delle concentrazioni per l'innovazione ove l'incorporata sia un'impresa di piccole dimensioni caratterizzata da un elevato potenziale innovativo¹⁸². Il nuovo riferimento all'innovazione (nel testo legislativo, il "*progresso tecnico ed economico*") quale criterio che dovrà essere tenuto in considerazione dall'AGCM nelle sue valutazioni (quantomeno quelle che interessano sospette *killer acquisitions*) ha l'effetto di introdurre, anche nella legge italiana a tutela

¹⁸² Testualmente, l'ultimo passaggio dell'art. 6, co. 1 della l. 287/1990 recita: "*L'Autorità può valutare gli effetti anticompetitivi di acquisizioni di controllo su imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative, anche nel campo delle nuove tecnologie*".

della concorrenza, cenni a nuove teorie del danno¹⁸³ per prendere di mira il fenomeno delle *killer acquisitions*.

Secondo le prime interpretazioni che sono state date dalla dottrina¹⁸⁴ al riferimento al “*progresso tecnico ed economico*”, questa locuzione guiderebbe l’AGCM verso una ponderazione degli effetti della concentrazione sull’innovazione, per valutare, in particolare, se la stessa possa o non possa essere favorita (o quantomeno non lesa) dall’operazione. È indubbio che il nuovo parametro si affianchi, senza sostituirli, ai più tradizionali criteri che storicamente ispirano le autorità antitrust nelle procedure di *merger control*, *in primis* quelli che guardano alla struttura del mercato, alla tutela della concorrenza e dei consumatori; tuttavia, la modifica sembra rilevante, dal momento che essa fa comparire, per la prima volta, un riferimento al “*progresso tecnico ed economico*” nella legislazione antitrust italiana, e si inquadra nell’ambito di un intervento legislativo di più ampio respiro consapevole delle insidie insite nelle *killer acquisition* che ambisce a prenderle di mira, anche a livello nazionale.

4. Conclusioni

In conclusione, si ritiene opportuno che le istituzioni nazionali ed europee continuino il percorso avviato, sia per quanto riguarda gli strumenti che si sono elaborati (o sono ora in via di elaborazione) per intercettare¹⁸⁵ concentrazioni sospette di essere *killer acquisitions* sia per quanto riguarda la valorizzazione dell’innovazione e degli aspetti ad essa legati nelle decisioni delle autorità antitrust.

Va anche notato, tuttavia, come gli strumenti finora discussi prendano in considerazione le sole *killer acquisitions*, non in generale le concentrazioni che comportino effetti negativi sul piano della sostenibilità, nonché guardino alla valorizzazione della sola innovazione, e non della sostenibilità in tutte le sue forme.

È lecito quindi chiedersi, a questo punto, se e in che misura si possano integrare le considerazioni di sostenibilità (anche quelle svincolate rispetto all’innovazione) nelle valutazioni delle autorità antitrust del continente europeo, astraendo il discorso dall’ambito delle *killer acquisitions* ma facendo anche tesoro della legislazione,

¹⁸³ In questo senso v. F. GHEZZI, M. MAGGIOLINO, *La nuova disciplina di controllo delle concentrazioni in Italia: alla ricerca di una convergenza con il diritto europeo*, in *Rivista delle Società*, vol. 60, fascicolo 1, 2023, pp. 32-80.

¹⁸⁴ F. GHEZZI, M. MAGGIOLINO, *op. cit.* alla nota 183.

¹⁸⁵ V. *supra* §2.4.

giurisprudenza, prassi e dottrina elaborate sul punto dato che, ad oggi, la riflessione sul tema dell'integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle valutazioni sulle concentrazioni sta solo muovendo i primi passi, pertanto potrebbe essere necessario, almeno nelle fasi iniziali dell'elaborazione, guardare alla riflessione già esistente che si riferisce a materie contigue.

CAPITOLO III

LA VALORIZZAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ NELLE CONCENTRAZIONI

1. Introduzione

L'attenzione all'innovazione è utile e proficua nell'ambito delle *killer acquisitions*, ma volte sembra necessario compiere considerazioni ulteriori per valutare le potenzialità dannose di una concentrazione sulla sostenibilità.

Per esempio, si è detto come nella decisione Bayer/Monsanto¹ la Commissione ha approvato in via condizionata la concentrazione, subordinandola alla cessione, da parte di Bayer, a BASF di alcuni progetti di ricerca, proprio in virtù delle preoccupazioni che la concentrazione suscitava sul piano dell'innovazione. Tuttavia, le altre complessità e problematiche che la concentrazione avrebbe portato con sé (e le sue possibili ripercussioni negative per l'ambiente) non sono state considerate. Similmente, nella concentrazione Facebook/WhatsApp non si sono portate avanti approfondite investigazioni circa le possibilità di Facebook di combinare e associare i dati raccolti da WhatsApp con quelli degli utenti di Facebook, per ricostruire una più sfaccettata identità digitale degli individui che fossero utenti di entrambi le piattaforme, e acquisire quindi un'enorme mole di dati personali riferibili agli utenti, azioni che Facebook era in grado di compiere e che ha compiuto; e, quando è intervenuta la Commissione a colpire questo comportamento con un'elevata sanzione pecuniaria, il pregiudizio alla *privacy* degli utenti si era già avuto².

Certo, è facile, con il senno di poi, rileggere in chiave critica gli eventi passati, ed sarebbe eccessivamente ardito concludere che, se già dalla prima analisi di queste operazioni, la Commissione avesse posto più attenzione ai temi di sostenibilità sarebbero state garantite, a seconda dei casi, una piena tutela dell'ambiente o dei diritti di consumatori, ma va pur detto che nelle ipotesi in cui la Commissione ha invece adottato un approccio più attento ai temi della sostenibilità problemi del genere non si sono manifestati.

¹ Decisione M.8084 Bayer/Monsanto, COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 94 del Capitolo I v. *supra* §3.3.2 Cap. II.

² Decisione Dow/DuPont della COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 106 del Capitolo I, v. *supra* §3.3.2 Cap. II.

Si rende necessario, a questo punto, prendere in considerazione riflessioni più ampie in tema di operazioni straordinarie e sostenibilità, per capire come valorizzare i parametri ESG anche nelle concentrazioni societarie, riconoscendo i passi avanti che sono stati fatti in materia e si analizzando i possibili sviluppi sul tema, individuando quelli che potrebbero essere i più promettenti.

2. *La scelta delle metodologie di intervento sulla disciplina del merger control*

Prima di esaminare il come le istituzioni europee e nazionali potrebbero intervenire per garantire maggiormente il rispetto dei parametri di sostenibilità nelle procedure di *merger control*, occorre interrogarsi, a monte, sull'opportunità di un intervento pubblico e sul modo in cui le istituzioni e i legislatori dovrebbero, eventualmente, intervenire, facendo breve riferimento alle riflessioni che sono state compiute in materia. In linea generale, va operata una prima macro-distinzione fra i sistemi di intervento di *command and control*³, che comportano un'imposizione diretta agli operatori economici di obblighi da rispettare affinché venga promossa la sostenibilità, e i sistemi cd. *market-based*, che fanno leva o su tutta una serie di incentivi per sollecitare le società a tenere un comportamento più sostenibile o, al contrario, su tariffe e costi che devono essere pagati dalle società che pongono in essere comportamenti e prassi ritenute indesiderate e non virtuose, senza che però vi sia mai imposizione alcuna ai privati.

Ciò premesso, occorre prendere in esame le metodologie di intervento ritenute più appropriate tenendo anche conto delle differenze strutturali fra ordinamenti, che possono essere così marcate e profonde da giustificare l'adozione di rimedi e approcci diversi in base ai sistemi giuridici e alle realtà socioeconomiche di volta in volta considerati.

³ L'espressione *command and control*, che tradotta letteralmente vuol dire "comandare e controllare", è mutuata dal lessico militare e indica l'esercizio di poteri di autorità e direzione da parte di un comandante designato sulle forze militari, ai fini del compimento della missione. Le funzioni di *command and control* si estrinsecano, tipicamente, grazie all'impiego di personale, equipaggi, sistemi di comunicazione, strutture e procedure che vengono messe a disposizione del comandante nell'esercizio dei suoi poteri di pianificazione, direzione, coordinazione e controllo delle forze a lui sottoposte. V. W. C. BARKER, *Guideline for Identifying an Information System as a National Security System*, (Linee guida del National Institute of Standards and Technology, Technology Administration U.S. Department of Commerce), <https://csrc.nist.gov/pubs/sp/800/59/final>, consultato il 30 agosto 2024. La dottrina che ha discusso il tema facendo riferimento ai comportamenti delle società usa il termine per designare tutta una serie di interventi, di natura legislativa e regolamentare che sia, dall'alto, volti a modellare il comportamento delle società per promuovere la realizzazione degli obiettivi perseguiti dal regolatore che sono, nell'ambito di interesse per questa analisi, obiettivi di sostenibilità.

2.1 Il command and control

I sistemi di *command and control* permettono una scarsa flessibilità alle società e agli operatori economici sottoposti alle regole fissate. Esistono tradizionalmente due tipologie principali di interventi di *command and control*: una che guarda tecnologie disponibili al momento e impone alle società l'uso di tali tecnologie (i cd. *technology-based methods*, ossia i metodi basati sulle tecnologie esistenti), e l'altra che invece si limita a fissare obiettivi di sostenibilità per le società, senza tuttavia precisare le procedure tramite cui tali obiettivi debbano essere raggiunti (i cd. *performance-based methods*, i metodi basati sulla *performance*, sugli obiettivi imposti alle società)⁴.

I detrattori dei sistemi di *command and control* ritengono che essi presentino di limiti non irrilevanti.

In primis, si è detto che vincolare le società al rispetto di un determinato comportamento o parametro possa essere costoso per i regolatori e per i consumatori, dal momento che monitorare il rispetto dei parametri e obiettivi imposti può essere altamente complesso per le istituzioni pubbliche e, per quanto riguarda i costi sui consumatori, è stato notato che, per le società, conformarsi alle previsioni che le obbligano a tenere un certo comportamento può risultare oneroso, portandole quindi ad alzare i prezzi dei loro prodotti, determinando così l'imposizione di una "tassa invisibile" sui consumatori o utenti finali⁵. I critici⁶ di questo approccio hanno anche enfatizzato gli elevati costi di *compliance* che questi sistemi impongono sulle imprese.

Tra l'altro, non necessariamente il *command and control* avrebbe, dicono i suoi critici, effetti positivi di lungo periodo, perché le misure sono spesso imposte in maniera generalizzata a tutte le imprese rientranti in una certa categoria o operanti in un certo mercato, senza che si tenga conto delle specificità della singola industria o della singola impresa (e delle diverse attività che una medesima impresa può compiere). Inoltre, è stato

⁴ L'articolo di R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *The Next Generation of Market-Based Environmental Policies*, in *Environmental Reform: The Next Generation Project*, a cura di D. ESTY e M. CHERTOW, Yale Center for Environmental Law and Policy, 1996. nell'illustrare le differenti categorie e subcategorie di intervento, riporta l'obbligo, per le società produttrici di energia elettrica, di utilizzare un certo tipo di *scrubber* per rimuovere il particolato tossico come esempio di *technology-based method* e menziona la limitazione del quantitativo di sostanze inquinabili emettibile quale esempio di *performance-based method*.

⁵ In questo senso v. R. W. HAHN, *The Politics and Religion of Clean Air*, in *CATO Review of Business and Government*, 1990, p. 21. V. anche *infra* il §6.3 di questo Capitolo.

⁶ Così R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *op. cit.* alla nota 4.

argomentato⁷ che i sistemi in parola finiscano per inibire e disincentivare il progresso tecnico (anche quello relativo alla scoperta di tecnologie più efficienti e in grado di promuovere maggiormente la sostenibilità delle attività delle società), dal momento che non vi sarebbe alcun incentivo (né finanziario né di altro tipo) per le società a superare, dal punto di vista del progresso tecnologico, le loro concorrenti, e al contempo esse non sarebbero spinte in alcun modo a sperimentare con le nuove tecnologie.

Tuttavia, queste critiche, nella loro assolutezza, sono già state superate diversi decenni fa⁸. La critica che fa leva sull'aumento dei costi per le imprese, che poi porterebbe ad un aumento dei prezzi, fa riferimento ai dati relativi ai soli costi di *compliance*, senza guardare ai costi di monitoraggio dei comportamenti delle imprese e implementazione degli interventi pubblici, che invece sono più marcati nei sistemi *market-based* e finiscono per gravare sulle casse pubbliche e dunque, in via indiretta, anche sui consumatori⁹. Inoltre, i detrattori dei sistemi di *command and control* citano, a sostegno delle loro teorie, studi che non si basano tanto su dati empirici quanto più su più simulazioni e modelli predittivi¹⁰.

⁷R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *ibidem*.

⁸ Per un esaustivo esame delle analitiche critiche agli argomenti sollevati dai detrattori del *command and control*, D. COLE, P. GROSSMAN *When is Command-and-Control Efficient? Institutions, Technology, and the Comparative Efficiency of Alternative Regulatory Regimes for Environmental Protection*, in *Wisconsin Law Review*, 1999, pp. 887-938.

⁹ Come rilevato da W. O. SPOFFORD JR., *Efficiency Properties of Alternative Source Control Policies for Meeting Ambient Air Quality Standards: an Empirical Application to the Lower Delaware Valley*, in *Resources for the Future Discussion Paper No. D- 118*, 1984.

¹⁰V. A. R. PALMER *et al.*, *Economic Implications of Regulating Chlorofluorocarbon Emissions from Nonaerosol Applications*, in *Rand Corp. Rep. No. R-2524-EPA*, 1980 in tema di interventi di regolazione per contenere le emissioni di cloro fluoro carburi; F. ROACH *et al.*, *Alternative Air Quality Policy Options in the Four Corners Region*, in *Southwest Review*, 1981 che riguarda i diversi interventi che sono stati posti in essere per migliorare la qualità dell'aria in quattro stati nella regione sud-ovest degli Stati Uniti; A. J. KRUPNICK, *Costs of Alternative Policies for the Control of Nitrogen Dioxide in Baltimore*, in *Journal of Environmental Economics and Management*, 1986, pp. 189-190 in materia delle diverse soluzioni che sono state apprestate dalle amministrazioni locali per abbattere le emissioni di biossido di azoto nella città di Baltimora; E. P. SESKIN *et al.*, *An Empirical Analysis of Economic Strategies for Controlling Air Pollution*, in *Journal of Environmental Economics and Management*, 1983, pp. 112-114 e M. T. MALONEY, B. YANDLE, *Estimation of the Cost of Air Pollution Control Regulation*, in *Journal of Environmental Economics and Management*, 1984, pp. 244-255, entrambi riguardanti le diverse metodologie che possono essere adottate per contenere l'inquinamento atmosferico.

2.2 I sistemi market-based

Nella dottrina occidentale e in particolare statunitense vi è stata, per molte decadi e soprattutto nella seconda metà del secolo scorso, l'idea molto radicata per cui i sistemi di *command and control* fossero non solo meno efficienti di approcci più lassisti e fondati sull'autonomia dei privati (che si pensava potesse essere, al massimo, affiancata dall'offerta di incentivi come conseguenza di certi comportamenti ritenuti virtuosi) ma che tali sistemi fossero anche intrinsecamente inefficienti, forieri di costi superiori ai benefici¹¹.

I sistemi *market-based* avrebbero invece il vantaggio di consentire un'efficiente gestione dei costi e fornire alle società incentivi ad innovare e sviluppare nuove tecnologie, che poi nel lungo periodo permetterebbero di contenere ulteriormente le emissioni inquinanti o comunque promuovere la sostenibilità ambientale. I sistemi in parola permetterebbero un certo livello di controllo, da parte dei pubblici poteri, sulle attività delle imprese che potrebbero favorire o pregiudicare la sostenibilità ambientale, ma, al contrario degli approcci di *command and control*, permetterebbero una maggiore flessibilità agli operatori economici¹². Lasciare libertà di azione alle società permetterebbe loro un'ottimale allocazione delle risorse e la minimizzazione delle emissioni, anche perché imprese con più flessibilità agiscono in maniera più efficace del governo dal momento che hanno a disposizione tutte le informazioni rilevanti, anche a migliorare la loro *performance* di sostenibilità, informazioni che di cui i pubblici poteri non potrebbero mai disporre allo stesso livello delle imprese¹³.

Esempi¹⁴ di sistemi *market-based* sono le tasse imposte sul quantitativo di sostanze inquinanti effettivamente emesso dalla società, i permessi negoziabili¹⁵, i sistemi che prevedono l'imposizione di prezzi lievemente più alti del necessario quando il prodotto

¹¹ V. per esempio T.H. TIETENBERG, *Emissions Trading: an Exercise in Reforming Pollution Policy*, in *Land Economics*, 1986, 214-216.

¹² R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *op. cit.* alla nota 4; T.H. TIETENBERG, *Economic Instruments for Environmental Regulation*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 1990, pp. 17-33.

¹³ Così T.H. TIETENBERG, *ibidem*.

¹⁴ Elencati da R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *op. cit.* alla nota 4; T. H. TIETENBERG, *ibidem*.

¹⁵ È questo un sistema in virtù del quale viene stabilito un quantitativo massimo di emissioni inquinanti che si possono avere in una certa industria, considerando tutte le società che operano in essa. Successivamente, si suddivide tale quantitativo in quote, che poi vengono allocate fra le diverse società, le quali in genere pagano un prezzo fisso per ogni quota a loro attribuita (per chiarezza, tante più quote una società ha, quanto più essa può inquinare).

finito comprende materiali potenzialmente inquinanti (e prevedono poi il rimborso della porzione di prezzo “in eccesso” nel momento in cui il consumatore dovesse rendere il prodotto potenzialmente inquinante in un centro per permetterne il riciclo o lo smaltimento). Secondo alcuni interpreti¹⁶, anche l’eliminazione di certi sussidi governativi può promuovere la tutela ambiente. Questo perché i sussidi dovrebbero, in teoria, sollecitare società alla risoluzione di certi problemi ambientali ma essi possono anche rivelarsi forieri di inefficienze e rallentamenti nello sviluppo sostenibile.

I sistemi *market-based* presentano dei limiti. Innanzitutto, è stata riscontrata una grande riluttanza da parte delle imprese a implementare i rimedi indicati dalle autorità. Vi è una sorta di latente e persistente timore che i regolatori e legislatori possano, in ogni momento, modificare i termini degli incentivi dei comportamenti virtuosi (o delle misure penalizzanti delle prassi inquinanti) in maniera più sfavorevole per le società, magari nel senso di ridurre il margine di discrezionalità a disposizione di esse o magari nel senso di imporre da costrizioni via via più pesanti¹⁷. Questo si collega al fatto che, ritenendo molto spesso transitorie le misure *market-based*, le società non adattano le loro prassi in base all’obiettivo del legislatore o regolatore; diversamente avviene con riferimento ai sistemi di *command and control*, che vengono sempre percepiti come maggiormente duraturi, il che porta le società a adattare i suoi assetti a queste misure e non a limitarsi ad interventi estemporanei. Inoltre, spesso le previsioni su cui si basano le misure *market-based* sono troppo ottimistiche e in tal senso errate, perché l’impatto delle politiche di questo tipo è calcolato sempre basandosi sull’implicito presupposto che le società allocheranno le loro risorse in maniera ottimale per abbattere l’inquinamento, quando non è detto che sia sempre così¹⁸. È stato anche notato¹⁹ come le società statunitensi preferiscano forme di intervento spontaneo per la promozione della sostenibilità, più che il conformarsi al contenuto delle misure *market-based*, e queste perché conformarsi a dette misure potrebbe attirare forme di pubblicità negativa²⁰ e, d’altro canto, si può assistere, già dagli

¹⁶ Tra cui R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *op. cit.* alla nota 4.

¹⁷ Questo limite è messo in rilievo da R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *ibidem*.

¹⁸ V. al riguardo R. HAHN, R. STAVINS, *Economic Incentives for Environmental Protection: Integrating Theory and Practice*, in *American Economic Review*, 1992, pp. 464-468.

¹⁹ R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *op. cit.* alla nota 4.

²⁰ Si pensi per esempio ai sistemi dei permessi negoziabili: acquistare “il diritto ad inquinare” pur entro determinate soglie quantitative ritenute non nocive dal regolatore, sottende la circostanza che le società inquinano, il che può essere percepito negativamente dai consumatori, soprattutto quelli con una spiccata sensibilità per le tematiche di sostenibilità.

ultimi decenni del secolo scorso, a programmi volontari delle società con cui esse si auto-vincolano al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità²¹.

2.3 Il tipo di intervento più adatto per la valorizzazione della sostenibilità nelle concentrazioni

Sembra che, almeno per quanto riguarda il continente europeo²², i sistemi di *command and control* possano permettere una più proficua integrazione nelle tematiche di sostenibilità nelle concentrazioni. E questo non solo perché risulta ormai superata la scuola di pensiero per cui questi sistemi sarebbero intrinsecamente inefficienti, ma anche perché essi possono, in molti casi, portare a risultati migliori di quanto non possano le misure *market-based*²³. Va però detto che la tipologia di intervento adeguata dipende anche, in larga misura, dalle caratteristiche del mercato e dell'ordinamento in cui tale intervento si inquadra²⁴; in Europa (sia a livello di Unione Europea che a livello di Stati membri), sembra possibile immaginare interventi del regolatore o persino del legislatore che possano significativamente contribuire ad una maggiore attenzione alla sostenibilità nelle concentrazioni. Tuttavia, questo tipo di interventi richiede, per essere efficace, un'ampia riflessione dottrinale e, ove possibile giurisprudenziale e della prassi amministrativa, di cui il legislatore e il regolatore possano fare tesoro. Ecco, quindi, che al momento si pensa²⁵ soprattutto ad una valorizzazione delle prassi della Commissione UE e delle autorità antitrust nazionali per far sì che le società tengano a mente le istanze di sostenibilità nelle operazioni straordinarie da loro compiute, prassi che magari potrebbero essere affiancate da uno sviluppo della *soft law* in questo senso e che poi potranno portare ad una legislazione in materia o a nuovi orientamenti giurisprudenziali.

²¹ Per esempio, le società dell'industria cartiera statunitense nel 1990 annunciarono che avrebbero riciclato il 40% di tutta la carta usata negli Stati Uniti entro il 1995, per poi raggiungere questo obiettivo con un anno di anticipo, v. R. N. STAVINS, B. W. WHITEHEAD, *op. cit.* alla nota 4.

²² Per quanto riguarda gli Stati Uniti, v. *infra* i §§1,3 del Cap. IV.

²³ Così D. COLE, P. GROSSMAN, *op. cit.* alla nota 8.

²⁴ Per una attenta ricostruzione delle ipotesi in cui è preferibile il *command and control* alle misure *market-based* e viceversa, v. D. COLE, P. GROSSMAN, *ibidem*.

²⁵ V. *infra* §6.4.

3. Una maggiore attenzione delle istituzioni alla sostenibilità

Prima di immaginare come le istituzioni (europee e nazionali) possano integrare in maniera più netta le considerazioni di sostenibilità nelle riflessioni e valutazioni in materia di concentrazioni, occorre ripercorrere sinteticamente i passi avanti che si sono già fatti in questo senso e i possibili sviluppi di cui attualmente si discute (per ora prevalentemente in dottrina).

3.1 La prassi della Commissione europea

A livello di Unione Europea, già da diversi anni la Commissione ha mostrato una particolare sensibilità rispetto ai temi di sostenibilità, che l'istituzione ha spesso espressamente considerato nelle sue decisioni in cui è stato applicato il diritto europeo della concorrenza²⁶. Va premesso, tuttavia, come la prassi più copiosa della Commissione in questo ambito riguardi soprattutto le intese e le pratiche concordate restrittive della concorrenza, vietate dall'art. 101 TFUE²⁷. Si ritiene comunque di menzionare le decisioni della Commissione in tale materia dal momento che essa è contigua rispetto a quella delle concentrazioni, e che i principi e le categorie generali che vengono in rilievo sono spesso i medesimi, e si può far tesoro della riflessione dottrinale che è stata elaborata sul punto anche per sviluppare maggiormente la prassi della Commissione e l'elaborazione della dottrina in materia di *merger control*.

²⁶ Come nota M. SCHINKEL, Y. SPIEGEL, *Can collusion promote sustainable consumption and production?*, in *International Journal of Industrial Organization*, 2017, pp. 371-398.

²⁷ Art. che, testualmente, recita: *Sono incompatibili con il mercato interno e vietati tutti gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni di imprese e tutte le pratiche concordate che possano pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato interno ed in particolare quelli consistenti nel: (a) fissare direttamente o indirettamente i prezzi d'acquisto o di vendita ovvero altre condizioni di transazione; (b) limitare o controllare la produzione, gli sbocchi, lo sviluppo tecnico o gli investimenti; (c) ripartire i mercati o le fonti di approvvigionamento; (d) applicare, nei rapporti commerciali con gli altri contraenti, condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, così da determinare per questi ultimi uno svantaggio nella concorrenza; (e) subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi.*

2. Gli accordi o decisioni, vietati in virtù del presente articolo, sono nulli di pieno diritto.

3. Tuttavia, le disposizioni del paragrafo 1 possono essere dichiarate inapplicabili: a qualsiasi accordo o categoria di accordi fra imprese, a qualsiasi decisione o categoria di decisioni di associazioni di imprese, e a qualsiasi pratica concordata o categoria di pratiche concordate, che contribuiscano a migliorare la produzione o la distribuzione dei prodotti o a promuovere il progresso tecnico o economico, pur riservando agli utilizzatori una congrua parte dell'utile che ne deriva, ed evitando di: (a) imporre alle imprese interessate restrizioni che non siano indispensabili per raggiungere tali obiettivi; (b) dare a tali imprese la possibilità di eliminare la concorrenza per una parte sostanziale dei prodotti di cui trattasi.

3.1.1 La decisione CECED

Una delle prime e molto significative testimonianze dell'attenzione che già da tempo le istituzioni europee riservano alla sostenibilità, è la decisione CECED del 1999²⁸. In essa, la Commissione approvò un accordo stilato da società produttrici di lavatrici, operanti nell'allora Comunità Europea²⁹, che aveva lo scopo di rimuovere dal mercato le lavatrici non efficienti dal punto di vista energetico, appartenenti alle classi energetiche più inquinanti. Questo scopo sarebbe stato raggiunto mediante l'impegno, da parte delle società firmatarie, di produrre e mettere sul mercato solo lavatrici energeticamente efficienti³⁰. L'accordo, sottoposto allo scrutinio della Commissione in quanto sospetto di costituire un'intesa restrittiva della concorrenza, vietata dall'art. 101 TFUE (al tempo art. 81 TCE), fu ritenuto legittimo dalla Commissione. L'istituzione ammise come l'accordo costituisse un'intesa o quantomeno una pratica concertata, e come lo stesso fosse in grado di falsare il gioco della concorrenza³¹ perché la sua esecuzione avrebbe determinato la presenza sul mercato solo delle lavatrici appartenenti alle classi energetiche meno inquinanti (con una corrispondente contrazione della gamma di lavatrici disponibili per i consumatori) e venne previsto anche un aumento dei prezzi conseguente all'accordo (visti i maggiori costi di produzione di lavatrici meno inquinanti, la fabbricazione delle quali sottende anche una più intensa ed elaborata attività di ricerca e sviluppo)³². Tuttavia, e nonostante queste constatazioni, la Commissione concluse che i vantaggi conseguenti all'accordo sarebbero stati ampiamente superiori rispetto agli svantaggi, per un duplice ordine di ragioni: innanzitutto i consumatori avrebbero pagato bollette più basse, grazie al minore dispendio energetico permesso da queste lavatrici (con benefici economici

²⁸ COMMISSIONE EUROPEA, Caso IV.F.1/36.718—*CECED*, decisione del 24 gennaio 1999.

²⁹ L'accordo era stato stipulato dai più importanti produttori di lavatrici nelle Comunità Europee (che detenevano insieme una fetta di mercato pari al 90% di esso).

³⁰ L'accordo precludeva alle parti di competere producendo lavatrici che si collocano sull'intera gamma di efficienza energetica. La scelta del consumatore a seguito dell'accordo veniva limitata alle lavatrici appartenenti alle classi energetiche dalla A alla C, essendo anche ammesse certe lavatrici di classe D, mentre prima dell'accordo la gamma di scelta del consumatore includeva le lavatrici di classi dalla A alla G. Veniva quindi ridotta, come effetto dell'accordo, la diversità tecnica del prodotto e la possibilità di scelta del consumatore.

³¹ Si considerò limitato il gioco della concorrenza anche perché l'accordo aveva anche lo scopo di fissare alcune caratteristiche merceologiche molto importanti, da cui dipendeva parte della concorrenza nel mercato rilevante. V. COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 28.

³² La Commissione stimò anche che gli aumenti dei prezzi causati dall'accordo si sarebbero distribuiti in maniera diseguale, in base alla struttura del mercato di ogni singolo Stato membro. Citare la decisione.

individuali per i consumatori stessi) e in secondo luogo vi sarebbe stata, collettivamente, una minore emissione di sostanze inquinanti da parte delle lavatrici rimaste sul mercato (con benefici ambientali di cui avrebbe giovato la collettività)³³.

L'approccio della Commissione si rivelò estremamente lungimirante, anche alla luce degli effetti di lungo periodo che si stimò che l'accordo avrebbe avuto: fu previsto che nel 2015 si sarebbe ridotto di oltre l'80% il consumo energetico imputabile alle lavatrici, dato che, *ceteris paribus*, le lavatrici che consumano meno sono anche più efficienti a livello tecnico. Nel lungo periodo l'accordo era destinato a produrre effetti ancora più notevoli, visto che le società produttrici di lavatrici, e in particolare le parti dell'accordo, orientarono la loro attività di ricerca e sviluppo per produrre lavatrici anche più efficienti di quelle di classe A. Dunque, l'accordo produsse gli effetti auspicati dalla Commissione³⁴.

La decisione CECED segna un importantissimo passo nell'evoluzione della prassi della Commissione nel senso di una maggiore integrazione delle istanze di sostenibilità (soprattutto ambientale) nel diritto della concorrenza europeo. La decisione non è rimasta isolata e vi sono state pronunce successive della Commissione in cui essa ha dato rilievo alla sostenibilità. Tra l'altro, si segnala che anche prima della decisione CECED vi sono state decisioni della Commissione improntate alla sostenibilità: per esempio, nel 1994, con la decisione Philips/Osram³⁵, la Commissione ha approvato una *joint venture* che, pur avendo possibili effetti restrittivi della concorrenza, avrebbe permesso la realizzazione ed edificazione di strutture meno inquinanti, le quali avrebbero avuto l'effetto positivo di determinare benefici diretti e indiretti per i consumatori, in virtù della riduzione delle esternalità negative nell'industria³⁶.

³³ Per un'illustrazione del contenuto della decisione, nonché una riflessione su di essa, v. G. MONTI, *Four Options for a Greener Competition Law*, in *Journal of European Competition Law and Practice*, 2020, pp. 124-132.

³⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 28.

³⁵ COMMISSIONE EUROPEA, Caso IV/34.252 – *Philips-Osram* del 21 dicembre 1994.

³⁶ Ripercorre nel dettaglio questa e altre decisioni della Commissione in cui si è valorizzata la sostenibilità G. MONTI, *Implementing a sustainability agenda in competition law and policy*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*, a cura di J. NOWAG, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2024, pp. 249-263.

3.1.2 Altre decisioni in cui i temi di sostenibilità sono venuti in rilievo

Per quanto riguarda le altre ipotesi in cui la Commissione ha dato peso alla sostenibilità nelle sue valutazioni, occorre innanzitutto citare una decisione intervenuta nell'ambito dell'industria dei detersivi. A cavallo fra il vecchio e il nuovo millennio, diverse società del settore avevano firmato un accordo per limitare e ridurre l'uso di detersivi non biodegradabili e del volume degli imballaggi, accordo che la Commissione aveva ritenuto positivo per via degli asseriti effetti positivi che tale accordo avrebbe dovuto produrre per l'ambiente. Si ritenne che il contenuto dell'accordo fosse particolarmente virtuoso, tanto che la Commissione non lo sottopose proprio a scrutinio antitrust e decise di collaborare con l'AISE (*l'Association Internationale de la Savonnerie, de la Detergence et des Produits d'Entretien*), l'associazione delle società produttrici di detersivi, per stilare un Codice di Condotta le previsioni del quale, modellate sul contenuto dell'accordo, sono state poi fatte proprie dalla Commissione in delle Raccomandazioni circa le buone pratiche ambientali da seguire nella produzione di detersivi casalinghi^{37,38}. Qualche anno dopo, tuttavia, un'indagine della Commissione (stimolata dalla presentazione di una *leniency application*³⁹ da parte di una società operante nell'industria), portò all'emersione di un accordo parallelo, che vincolava le medesime parti dell'accordo noto al pubblico e alla Commissione a non avvalersi delle iniziative ambientali (concordate nell'accordo stesso) per aggiudicarsi un vantaggio competitivo sulle altre, e stabiliva che le posizioni di mercato sarebbero rimaste invariate dopo la stipulazione dell'accordo. La Commissione, analizzando l'intesa segreta, concluse che la stessa annichiliva la concorrenza su parametri quali le dimensioni degli imballaggi dei detersivi, e che tramite essa le società aderenti stabilivano i prezzi praticati ai consumatori (poiché era specificato che la riduzione dei costi di produzione che sarebbe potuta scaturire grazie ad un impiego

³⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione della Commissione sulla buona pratica ambientale relativa ai detersivi da bucato per uso domestico*, 98/480/EC, del 22 luglio 1998.

³⁸ Per una descrizione dei benefici conseguenti l'accordo, v. anche il report stilato dall'AISE stessa, *AISE AISE Implementation of the AISE Code of Good Environmental Practice for Household Laundry Detergents in Europe, 1996/2001 Final Report*, gennaio 2003.

³⁹ La *leniency application* è la domanda di accesso ai cd. programmi di clemenza (*leniency programs* appunto), cui possono accedere le imprese che denuncino intese restrittive della concorrenza, pratiche concertate cartelli. I programmi di clemenza consentono, per le imprese che ad essi sono ammesse, una riduzione delle ammende irrogate in caso di adesione all'accordo a contenuto anticoncorrenziale, o persino un'immunità dalle stesse, a patto che tali imprese collaborino in maniera piena e trasparente con le istituzioni europee per l'emersione dell'intesa, pratica concordata o cartello. V. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione relativa all'immunità dalle ammende o alla riduzione del loro importo nei casi di cartelli tra imprese*, in GUUE C 298, 8 dicembre 2006, p. 17–22.

più efficiente delle risorse disponibili non si sarebbe tradotto in prezzi più bassi). La scoperta dell'accordo parallelo, del suo contenuto e delle sue conseguenze ha portato la Commissione all'irrogazione di sanzioni^{40,41}.

Qualcosa di molto simile è avvenuto anche nell'industria automobilistica⁴² e in quella dei camion⁴³. In entrambi i casi vi erano accordi positivi per sostenibilità, che avrebbero avuto lo scopo e l'effetto di ridurre le emissioni prodotte dall'industria complessivamente considerata, ma in ambedue le ipotesi si scoprì che gli accordi resi noti al pubblico (e alle istituzioni europee) erano affiancati da accordi paralleli, siglati dalle medesime parti. Negli accordi paralleli, che le parti avrebbero voluto tenere segreti, era stato concordato che non si sarebbero ridotte le emissioni oltre livello stabilito dalla legge, anche per prevenire il rischio che solo alcune delle parti dovessero sostenere i maggiori costi associati con il rispetto di più rigorosi standard sulle emissioni inquinanti; le parti sapevano di avere a disposizione (o anche di poter sviluppare nel futuro prossimo) tecnologie più sostenibili, ma decisero scientemente di non far ciò, sterilizzando così la concorrenza sulla tutela dell'ambiente nelle rispettive industrie⁴⁴. Una volta che gli accordi occulti emersero, la Commissione inflisse aspre sanzioni alle società stipulanti,

⁴⁰ COMMISSIONE EUROPEA, Caso COMP/39579 – *Consumer Detergents*, del 13 aprile 2011.

⁴¹ Per una discussione del caso, delle sue implicazioni, e delle lezioni che se ne possono trarre in tema di integrazione delle istanze di sostenibilità nel diritto UE della concorrenza, v. G. MONTI, *cit.* alla nota 33 e G. MONTI, *cit.* alla nota 36.

⁴² In questo caso, importanti società del settore (BMW, Daimler e il gruppo Volkswagen) si erano messe d'accordo affinché i serbatoi inseriti nei veicoli prodotti dalle case automobilistiche in collusione permettessero la copertura di una certa distanza massima fra un pieno e l'altro, nonostante fossero note, alle parti al tempo della conclusione dell'accordo, tecnologie che avrebbero permesso la fabbricazione di serbatoi di maggiore capacità, con conseguente riduzione delle emissioni inquinanti da parte dei veicoli, v. COMMISSIONE EUROPEA, Caso AT.40178 – *Car Emissions*, 8 luglio 2021.

⁴³ Nella vicenda che interessa questa industria, diverse società di industria di fabbricazione di camion si erano accordate circa le tempistiche e il sostenimento di costi per l'introduzione di veicoli rientranti nelle classi di standard di emissioni da EURO 3 a EURO 6, ossia standard imposti dalla legislazione europea. Dunque, in questo caso specifico l'accordo non aveva lo scopo di limitare la *compliance* delle società parti con la legislazione in materia, ma aveva l'effetto di tarpare la concorrenza per quanto riguarda lo sviluppo e la diffusione di tecnologie efficienti in grado di permettere la riduzione delle emissioni. V. COMMISSIONE EUROPEA, Case AT.39824– *Trucks*, del 19 luglio 2016.

⁴⁴ Come evidenziato anche dalla Commissaria UE per la concorrenza nel suo discorso, M. VESTAGER, *A new era of cartel enforcement*, Conferenza annuale dell'Associazione Antitrust Italiana, 22 ottobre 2021.

sanzioni che, nel complesso, ammontano a oltre €875 milioni nei confronti delle case automobilistiche colluse⁴⁵ e quasi €3 miliardi per le società produttrici di camion⁴⁶.

3.1.3 Riflessioni critiche

Taluni interpreti⁴⁷, nel ripercorrere la prassi della Commissione appena descritta, hanno argomentato che non necessariamente una maggiore attenzione delle istituzioni europee alla sostenibilità avrebbe effetti positivi, e a sostegno di questa tesi citano anche gli accordi occulti stipulati dalle società produttrici di detersivi, automobili, e camion⁴⁸ come esempio del fatto che l'integrazione delle istanze di sostenibilità nelle valutazioni della Commissione possa avere in realtà risvolti negativi, *in primis* sul piano della tutela dell'ambiente. Auspicare una maggiore integrazione di questo tipo nasconde, secondo tale dottrina, il desiderio di un maggiore lassismo della Commissione, che verrebbe incitata ad approvare anche accordi dubbi da punto di vista della tutela della concorrenza purché essi abbiano effetti positivi sul piano della sostenibilità. Non vi sarebbe una incompatibilità di fondo tra la tutela della concorrenza e la promozione di pratiche societarie sostenibili, ma ci sono volte in cui la sostenibilità può costituire l'*occasio* per il compimento di comportamenti collusivi⁴⁹.

La rilettura in questa chiave delle vicende relative alle decisioni della Commissione appena riportate sembra tuttavia militare nel senso di un maggiore interventismo della Commissione per garantire il rispetto della sostenibilità e la sua implementazione e integrazione nel diritto europeo della concorrenza. Infatti, se c'è qualcosa che questi casi hanno mostrato, sono i limiti dell'autoregolamentazione in questo ambito e come possa essere insidioso lasciare carta bianca ai privati, almeno con riferimento al contesto

⁴⁵ V. COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 42, nonché COMMISSIONE EUROPEA, *Antitrust: Commission fines car manufacturers €875 million for restricting competition in emission cleaning for new diesel passenger cars*, comunicato stampa dell'8 luglio 2021, Bruxelles.

⁴⁶ V. COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 43, e anche COMMISSIONE EUROPEA, *Antitrust: Commission fines truck producers € 2.93 billion for participating in a cartel*, comunicato stampa del 19 luglio 2016, Bruxelles.

⁴⁷ V. C. VELJANOVSKI *Why the case for a sustainable competition law is exaggerated*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*, a cura di J. NOWAG, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2024, pp. 211-234; G. MONTI, *cit.* alla nota 36.

⁴⁸ V. *supra* §3.1.2.

⁴⁹ Un'elaborazione di questa teoria è compiuta da G. MONTI, *cit.* alla nota 36, che fa riferimento soprattutto ai casi dei cartelli delle case automobilistiche e delle società fabbricanti di camion, concludendo che non si può elevare il caso CECED, che costituisce senz'altro un esempio virtuoso di cooperazione fra privati per la tutela dell'ambiente, a paradigma generale, esempio di quello che avviene quando si dà carta bianca all'autoregolamentazione dei privati.

europeo. E a queste conclusioni giungono i medesimi interpreti che hanno letto in ottica critica la prassi della Commissione in esame, e che si esprimono favorevolmente rispetto a una maggiore attenzione, da parte della Commissione, alla sostenibilità nelle sue decisioni in cui viene applicato il diritto della concorrenza (il diritto in tema di intese restrittive della concorrenza, per quanto riguarda lo specifico ambito con riferimento al quale questa discussione si è sviluppata)⁵⁰.

Altri interpreti hanno, in maniera più diretta, elogiato l'atteggiamento della Commissione, che si è ritenuto valorizzasse la sostenibilità. Si è detto come, per la prima volta nelle decisioni che hanno sanzionato le società produttrici di detersivi, automobili, e camion, la Commissione abbia irrogato sanzioni *ex art.* 101(1)(b) del TFUE esclusivamente in virtù delle limitazioni che gli accordi segreti ponevano allo sviluppo tecnologico in una determinata industria, senza guardare al fissare i prezzi, alle quote di mercato, o al posizionamento dei consumatori e questo ha portato tale dottrina a concludere che, nelle in queste decisioni della Commissione, stia facendo capolino una nuova teoria del danno, più consapevole rispetto alle tematiche di sostenibilità⁵¹.

3.2 Le prime riflessioni circa l'integrazione delle valutazioni di sostenibilità nelle procedure di merger control: la decisione Aurubis/Metallo

La casistica in materia di valorizzazione della sostenibilità nelle decisioni della Commissione sulle intese restrittive della concorrenza, i cartelli e le pratiche concertate mostra come, da un lato, vi sia un'attenzione ormai pluriennale (anzi, decennale) della Commissione europea alle tematiche di sostenibilità, anche se in ambiti contigui al *merger control*, e, dall'altro, sembri opportuno in Europa, affidarsi all'intervento pubblico

⁵⁰ In particolare, G. MONTI, *cit.* alla nota 33, ha suggerito un triplice ordine di interventi da parte della Commissione: la sottoposizione a severo scrutinio dei tentativi di autoregolamentazione delle società di un settore, a prescindere da quanto un accordo risulti *prima facie* proficuo e per la sostenibilità e per la concorrenza; la maggiore severità nell'irrogazione delle sanzioni quando le pratiche concertate delle società abbiano l'effetto di diminuire l'efficacia delle iniziative positive per l'ambiente approvate dalla Commissione; la maggiore attenzione ai comportamenti concordati delle società nei casi in cui le condizioni economiche rendano egoisticamente vantaggioso per imprese coordinarsi, anche a scapito dei consumatori e dell'ambiente.

⁵¹ Così E. MARASÀ, I. PICCIANO, F. TOGNATO, *For the first time, the European Commission fines car manufacturers for collusion over technical development of emission technologies*, in *Portolano Cavallo*, [https://portolano.it/news/for-the-first-time-the-european-commission-fines-car-manufacturers-for-collusion-over-technical-development-of-emission-technologies#:~:text=On%20November%2012%2C%20the%20European,Article%2053\(1\)%20of%20the](https://portolano.it/news/for-the-first-time-the-european-commission-fines-car-manufacturers-for-collusion-over-technical-development-of-emission-technologies#:~:text=On%20November%2012%2C%20the%20European,Article%2053(1)%20of%20the) 15 marzo 2022, consultato il 30 agosto 2024.

(del legislatore o del regolatore) per garantire che vi siano concentrazioni il più sostenibili possibile.

Negli ultimi anni, inoltre, è possibile anche assistere a (pur rare) decisioni in cui la Commissione integra le valutazioni di sostenibilità nei suoi scrutini in materia di concentrazioni. La decisione Aurubis/Metallo del 2019 fornisce uno dei primi e più emblematici esempi di ciò. La vicenda aveva a che fare con una fusione che coinvolgeva due società operanti nell'industria del rame che, in particolare, erano importanti acquirenti di rottami di rame (rottami impiegati per la fabbricazione di certe componenti in metallo, come *in primis* i catodi di rame) e che è stata infine approvata dalla Commissione in virtù del fatto che essa non sollevava particolari timori sul piano concorrenziale. Quel che interessa ai fini della nostra analisi, tuttavia, è come la Commissione abbia preso espressamente in esame gli effetti della concentrazione sul piano della tutela dell'ambiente. In particolare, la Commissione ha espresso il timore che il maggiore potere contrattuale che, come acquirente dei rottami di rame, l'ente risultante dalla concentrazione avrebbe presumibilmente ottenuto, potesse tradursi in una riduzione del prezzo dei rottami di rame, il che a sua volta avrebbe impattato negativamente sui venditori di scarti di rame (diminuendo i loro profitti, a parità di costi) il che ha suscitato il timore che gli stessi potessero vedere limitati i loro incentivi e abilità di investimento in quel settore. Tutto questo, a sua volta, avrebbe compromesso il ciclo produttivo e determinato un incremento delle emissioni di anidride carbonica⁵². Il timore che tutto questo avvenisse è stato poi ritenuto infondato dalla Commissione che, anche in ragione di ciò, ha dichiarato la concentrazione compatibile con il mercato interno. Quel che interessa è come tale timore sia stato seriamente preso in considerazione dall'istituzione e abbia avuto peso nella decisione, proprio in virtù delle sue implicazioni per la sostenibilità: infatti, la Commissaria per la concorrenza Margrethe Vestager, nell'espone il contenuto della decisione, ha enfatizzato l'importanza del rame nel contesto del *Green*

⁵² Aumento che sarebbe conseguito alla sostituzione del rame di scarto con il rame primario che avrebbero operato i venditori degli scarti del rame in conseguenza dell'aumento dei prezzi, come illustrato da F. MORETTI, *Concentrazioni e transizione green – il modello che verrà*, in *Lexgreen*, <https://www.lexgreen.it/2021/11/19/concentrazioni-e-transizione-green-il-modello-che-verra/>, 19 novembre 2021 (consultato il 30 agosto 2024) che sintetizza la vicenda.

Deal Europeo, per promuovere un impiego sostenibile delle risorse e un'economia circolare efficiente^{53,54}.

4. *L'apporto della soft law*

Si ritiene che le fonti di *soft law* possano dare un contributo importante alla valorizzazione delle istanze di sostenibilità nell'ambito delle concentrazioni. Infatti, la *soft law* può avere il duplice ruolo di predisporre il terreno per un futuro intervento legislativo e indirizzare la discrezionalità delle autorità antitrust verso una maggiore attenzione alla sostenibilità. Ancora una volta, sembra utile fare riferimento ai recenti sviluppi in tema di intese restrittive della concorrenza e anche rifarsi all'elaborazione in materia di *killer acquisitions*⁵⁵ per capire come, anche nel tema contiguo delle concentrazioni, si possano integrare considerazioni di sostenibilità nelle decisioni delle autorità di regolazione.

4.1 *Le nuove Linee guida sull'applicazione dell'art. 101 TFUE*

Nel 2023, sono stati apportati significativi emendamenti alle Linee guida sull'applicazione dell'art. 101 TFUE⁵⁶ (o meglio, le Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale), che indicano alla Commissione di prestare una maggiore attenzione alla sostenibilità e allo sviluppo sostenibile nelle sue valutazioni in materia di intese e pratiche concordate a contenuto restrittivo della concorrenza.

⁵³ *Copper is an important input needed for electric mobility and digitization. A well-functioning circular economy in copper is important to ensure a sustainable usage of resources in the context of the European Green Deal. This is why we carried out an in-depth investigation of the merger between Aurubis and Metallo. We initially raised concerns about the transaction and looked into it carefully. Our investigation brought sufficient elements to conclude competition in the copper recycling sector will not be negatively affected by the merger of Aurubis and Metallo.*, COMMISSIONE EUROPEA, *Mergers: Commission clears Aurubis' acquisition of Metallo*, comunicato stampa del 19 novembre 2019, Bruxelles. La decisione della Commissione è COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.9409—*Aurubis/Metallo Group Holding*, del 19 novembre 2019.

⁵⁴ V. anche C. VOLPIN, *Sustainability as a Quality Dimension of Competition: Protecting Our Future (Selves)*, in *CPI Antitrust Chronicle*, 2020, pp. 2-10; F. MORETTI, *op. cit.* alla nota 52 per una discussione critica della vicenda Aurubis/Metallo.

⁵⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II, §78.

⁵⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale*, 2023/C 259/01, del 21 luglio 2023, Bruxelles.

Le nuove previsioni delle Linee guida, soprattutto quelle presenti al Capitolo 9, fanno in più passaggi riferimento ai concetti di sostenibilità, sviluppo sostenibile, e ai modi in cui essi possano talvolta entrare in tensione con il diritto della concorrenza UE e con i suoi principi per come elaborati finora dalle istituzioni e dal legislatore europei. In particolare, si indirizza Commissione nel caso in cui essa sia chiamata a valutare la compatibilità con legislazione UE di accordi fra privati che coprano anche i temi di sostenibilità⁵⁷. Viene definito lo sviluppo sostenibile come “*l’abilità della società di consumare e usare le risorse attualmente disponibili senza compromettere la possibilità, per le generazioni future, di far fronte ai loro bisogni*”⁵⁸ e si affronta il rapporto fra diritto della concorrenza e sviluppo sostenibile: si riscontra una correlazione positiva fra la concorrenza (e la sua promozione) e lo sviluppo sostenibile, dal momento che si dice che la concorrenza favorisca l’innovazione, la possibilità di scelta del consumatore, l’allocazione efficiente delle risorse, e contribuisce al benessere del consumatore⁵⁹. Si fa anche riferimento alle esternalità negative per l’ambiente (e per la sostenibilità più in generale) che possono scaturire dalle decisioni dei singoli e che sono viste come un fallimento del mercato⁶⁰; esse però possono essere mitigate, a giudizio della Commissione, *in primis* grazie all’intervento pubblico, alla regolazione, e *in secundis* attraverso la collaborazione fra i privati. A questo proposito, viene introdotto il concetto di “accordi di sostenibilità”, che include ogni forma di accordo di cooperazione orizzontale che persegua un obiettivo di sostenibilità⁶¹. Tali accordi saranno sottoposti a scrutinio e vietati dalla Commissione solo nel caso in cui determinino un pregiudizio per la concorrenza o restringano il gioco concorrenziale *ex art.* 101(1) TFUE. Tuttavia, anche nel caso in cui dovesse scaturire da tali accordi l’effetto negativo appena descritto, si ammette⁶² che essi possano comunque considerarsi compatibili con l’art. 101 TFUE nel caso in cui vengano rispettate le condizioni di cui al §3 del medesimo articolo⁶³.

⁵⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §515.

⁵⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §517.

⁵⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §518.

⁶⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §519.

⁶¹ COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §521.

⁶² COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §522.

⁶³ Ossia che (1) vi siano degli incrementi in termini di efficienza, o per quanto riguarda la produzione di beni o l’avvio di servizi o per quanto concerne il progresso tecnico o economico; (2) i consumatori ricevano una equa porzione delle efficienze generate dall’intesa restrittiva; (3) le restrizioni alla concorrenza siano necessarie per la creazione delle esternalità positive obiettivo dell’accordo; e (4) che vi sia alcuna eliminazione della concorrenza.

Ci si può chiedere se, alla luce del nuovo testo delle Linee guida, l'art. 101§3 TFUE possa essere interpretato nel senso di ammettere la liceità di intese potenzialmente restrittive della concorrenza se esse hanno effetti positivi per la sostenibilità e la tutela dell'ambiente. Tuttavia, secondo una diffusa dottrina⁶⁴, lo scopo del diritto della concorrenza non può essere l'incentivare la sola sostenibilità, magari anche quando l'implementazione di essa confligge con la tutela della concorrenza. Va però detto che, se forse è troppo prematuro affermare che la concorrenza debba passare in secondo piano rispetto alle istanze di sostenibilità proprio nei casi in cui si impiegano gli strumenti del diritto della concorrenza, si può quantomeno riconoscere l'esigenza di una maggiore integrazione della sostenibilità in tutte le politiche e le azioni delle istituzioni europee, esigenza che sembra trovare il suo fondamento proprio nel diritto primario⁶⁵. Non stupisce dunque che si sostenga oggi che il diritto UE sia idoneo a giustificare una maggiore integrazione della sostenibilità nel diritto della concorrenza. Per esempio, si pensi all'art. 3 §3 TUE che menziona lo sviluppo sostenibile⁶⁶ o all'art. 191 TFUE che dice che la politica ambientale dell'UE debba essere finalizzata alla salvaguardia, tutela e miglioramento della qualità dell'ambiente, alla protezione della salute umana, all'utilizzo accorto e razionale delle risorse naturali. Si può anche citare, in questo senso, l'art. 11 TFUE il quale recita: «*Le esigenze connesse con la tutela dell'ambiente devono essere integrate nella definizione e nell'attuazione delle politiche e azioni dell'Unione, in particolare nella prospettiva di promuovere lo sviluppo sostenibile*». Certa dottrina sostiene che queste indicazioni contenute nei trattati sembrano favorevoli alla considerazione della sostenibilità (intesa qui soprattutto come sostenibilità ambientale) come componente non di prezzo (“*non economic value*”) da prendere in considerazione nel bilanciamento di valori indicato dall'art. 101§3 TFUE. E considerazioni di questo tipo potrebbero costituire le motivazioni più profonde che hanno portato la Commissione ad ammettere un accordo potenzialmente lesivo per la concorrenza ma con effetti positivi per la sostenibilità nel caso CECED. E oggi, forti indicazioni nel senso di una maggiore

⁶⁴ A. DE PRA, *Sostenibilità e divieto di intese restrittive della concorrenza alla luce della recente normativa europea*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2023, pp. 736-772.

⁶⁵ V. *infra* §5.

⁶⁶ In questo senso anche M. HJÄRTSTRÖM, *Addressing sustainability failures in economics and competition law: environmental externalities, consumers and quantification*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*, a cura di J. NOWAG, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2024, pp. 154-175.

attenzione alla sostenibilità nelle politiche dell'UE, anche quelle relative al diritto della concorrenza, provengono anche dall'*European Green Deal*⁶⁷.

Si è anche detto⁶⁸ che le nuove Linee guida rimarchino una traiettoria del diritto della concorrenza UE verso una prioritizzazione delle tematiche di sostenibilità e un perseguimento degli obiettivi di sostenibilità. Ci si è anche chiesti se sia possibile, a partire dall'art. 101§3, per come elaborato dalle nuove previsioni delle Linee guida e della prassi della Commissione, tracciare un quadro che consenta un bilanciamento fra promozione della sostenibilità e tutela della concorrenza (laddove un bilanciamento del genere sia necessario). È possibile condurre le due analisi (effetto complessivo di un'operazione sulla sostenibilità ed effetto complessivo sulla concorrenza) separatamente, come se non fossero vasi comunicanti o, come sembrano suggerire le nuove Linee guida del 2023, portare avanti un'analisi che guardi alle efficienze complessivamente considerate, portando avanti un'unica analisi per valutare l'impatto di un'intesa o pratica concordata sulla concorrenza e sulla sostenibilità. Secondo la dottrina che ha riflettuto sul tema, tuttavia, una maggiore elaborazione sul punto sembra necessaria per consentire un'analisi olistica più efficace. È necessario in particolare capire come integrare le considerazioni di sostenibilità nelle analisi economiche e focalizzate sul mercato che la Commissione è abituata a portare avanti, come iniziare a integrare nell'analisi di mercato la ponderazione degli effetti negativi per la sostenibilità; inoltre, un altro punto critico è capire come effettuare il bilanciamento fra il potenziale pregiudizio per il consumatore individuale e i benefici per la collettività nel complesso che possano derivare dagli accordi che si occupino (anche) di sostenibilità.

4.2 Riflessioni critiche generali

Alla luce di questi ultimi spunti, occorre astrarre un momento dal discorso legato all'art. 101 TFUE e alle Linee guida, per riavvicinarsi al tema delle concentrazioni. Ci si è chiesti se i nuovi interventi nel senso di una maggiore integrazione fra sostenibilità e diritto della concorrenza impongano un ripensamento delle categorie generali di tale branca del

⁶⁷ Riflessioni di questo tipo, con riferimento all'art. 101 TFUE, sono lucidamente esposte da A. DE PRA, *op. cit.* alla nota 64.

⁶⁸ V. per esempio M. HJÄRTSTRÖM, *op. cit.* alla nota 66.

diritto, per rendere questa integrazione più efficace e legittimarla maggiormente. Al riguardo, c'è parte della dottrina che ritiene questo non sia necessario e che il diritto UE della concorrenza e, a monte, i Trattati, contengano già in sé tutte le norme di principio e di dettaglio sufficienti a legittimare appieno l'integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle valutazioni in tema di diritto della concorrenza, anche specificamente nell'ambito del *merger control*⁶⁹. Altra parte degli interpreti ritiene invece che sia necessario riflettere sul concetto di "benessere del consumatore", anche per come elaborato alla luce del diritto UE primario e derivato⁷⁰. Si riscontra un'opinione maggioritaria⁷¹ per cui il benessere del consumatore coincide con la massimizzazione del *surplus* del consumatore stesso, nel senso di permettere a questi la più ampia gamma di scelta fra prodotti e servizi, rendere tali beni disponibili a prezzi competitivi (i più bassi possibili senza sacrificio per la qualità), e si è notato come questa sia stata spesso fatta propria anche dalla Commissione UE e dalla Corte di Giustizia⁷². Vi è, tuttavia, una autorevole visione minoritaria per la quale sussiste una significativa convergenza fra il benessere individuale e il benessere sociale generale, e pertanto le autorità antitrust dovrebbero guardare a quest'ultimo nel ponderare come un determinato comportamento degli operatori di mercato incida sul benessere del consumatore⁷³.

Per chi sposa quest'ultima teoria, è più semplice e naturale immaginare una valorizzazione della sostenibilità nel diritto della concorrenza dell'UE (e degli Stati membri) mentre, per chi è legato alla prima ricostruzione, potrebbe essere necessario un ripensamento del concetto di "benessere del consumatore" che guardi al consumatore anche come membro di una collettività, che può essere danneggiato, in maniera più indiretta ma non per questo meno rilevante e potenzialmente pericolosa, da comportamenti non sostenibili che certe imprese potrebbero tenere.

⁶⁹ Così soprattutto C. VOLPIN, *op. cit.* alla nota 54.

⁷⁰ Un'ampia riflessione in questo senso è riportata da M. HJÄRTSTRÖM, *op. cit.* alla nota 66.

⁷¹ V. *ex multiis* R. VAN DEN BERGH, P. CAMESASCA, *European Competition Law and Economics*, Sweet & Maxwell, Mytholmroyd, 2006.

⁷² V. per esempio A. WITT, *The European Court of Justice and the More Economic Approach to EU Competition Law – Is the Tide Turning?*, in *Antitrust Bulletin*, 2019, pp. 172, 177.

⁷³ M. HJÄRTSTRÖM, *op. cit.* alla nota 66 ripercorre l'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale in materia, dando conto delle principali riflessioni sul tema che qui sono state menzionate.

4.3 Esempi nazionali di previsioni di soft law attente alla sostenibilità: il caso dei Paesi Bassi

Nella nuova bozza di Linee guida nederlandesi⁷⁴ per la valutazione delle intese restrittive della concorrenza da part dell'Autoriteit Consument & Markt (ACM), ossia l'autorità antitrust dei Paesi Bassi, si indirizza quest'ultima verso una maggior considerazione dei benefici per il pubblico che possono scaturire da intese e accordi fra imprese, nel caso in cui tali accordi concernano anche l'impatto ambientale che dal comportamento delle imprese potrà derivare. In questo tipo di accordi, sono da considerarsi i benefici “*sia per i consumatori che per i produttori coinvolti, nonché quelli di cui può fruire anche il resto della società olandese*”; questo ampliamento degli elementi e valori che devono essere ponderati dall'ACM si verificherà solo nel caso in cui l'accordo abbia scopo di prevenire o limitare ogni ovvio danno ambientale e aiuti, in maniera efficiente, le imprese firmatarie a conformarsi ai parametri nazionali ed internazionali che vincolino il governo dei Paesi Bassi per la prevenzione del danni ambientali⁷⁵.

Si ritiene⁷⁶ che la bozza di Linee guida sia una reazione dei Paesi Bassi al caso “*Chickens of tomorrow*”, in cui l'ACM ha vietato, sulla base di timori dal punto di vista strettamente concorrenziale, un'intesa che vincolava molte società della filiera alimentare a un comportamento sostenibile e improntato a un maggiore benessere degli animali (polli, in particolare)⁷⁷.

La dottrina⁷⁸ che ha riflettuto sul caso ne ha un giudizio ambivalente: da un lato ritiene lodevole e lungimirante che l'ACM si sia concentrata sui temi di sostenibilità, nello specifico il benessere degli animali e le loro condizioni di vita, discussi in maniera estesa

⁷⁴ AUTORITEIT CONSUMENT EN MARKT (ACM), *Draft Guidelines on Sustainability Agreements*, L'AIA, 9 luglio 2020.

⁷⁵ AUTORITEIT CONSUMENT EN MARKT (ACM), *ivi* §40.

⁷⁶A. DE PRA, *op. cit.* alla nota 64.

⁷⁷ Più nello specifico, la vicenda aveva a che fare con un accordo fra supermercati nederlandesi, società dell'industria per processare il pollame e allevatori di polli che aveva lo scopo di migliorare le condizioni di vita di questi animali, spesso costretti a sopravvivere in condizioni intollerabili in allevamenti intensivi. L'accordo fu vietato dall'ACM dal momento che l'implementazione di esso avrebbe determinato un aumento del costo al chilo dei polli, che sarebbe diventato 1,46€/kg contro i 0,68€/kg che i consumatori, secondo un'indagine di mercato, erano disposti a pagare tenendo anche in considerazione il benessere degli animali, più 0.14€/kg per la riduzione di ammoniaca e delle emissioni inquinanti, ulteriori conseguenze dell'accordo.

⁷⁸ In questo senso si esprime, per esempio, M. DOLMANS, *Sustainable Competition Policy*, in *Competition Law and Policy Debate*, 2020, pp. 4-23.

nella relativa decisione, ma d'altro canto argomenta che sia un po' limitante dare un peso assorbente al prezzo dei polli e a quanto il consumatore è disposto a pagare, visto che un approccio del genere dimentica del tutto le considerazioni legate al benessere collettivo. La bozza di Linee guida del 2021 potrebbe essere non solo una reazione dell'ACM a queste riflessioni critiche, ma anche un'ulteriore testimonianza della recente maggiore attenzione delle autorità antitrust del continente europeo alla sostenibilità e della consapevolezza che sia necessario intraprendere azioni di vario tipo per valorizzare, in concreto, i parametri ESG.

4.4 *La soft law in materia di concentrazioni: cenni*

Anche le Linee guida in materia di concentrazioni orizzontali⁷⁹ hanno già fatto passi in avanti nel senso di una maggiore integrazione delle tematiche di sostenibilità nelle riflessioni e valutazioni in materia di concentrazioni⁸⁰, seppur limitando la loro attenzione alle considerazioni legate all'innovazione, a come essa può essere lesa da una concentrazione⁸¹ e alla concorrenza per l'innovazione⁸². L'innovazione, importante componente della sostenibilità, è anche ampiamente valorizzata dalla *soft law* in Italia⁸³. Non è irrealistico immaginare che, a livello europeo e nazionale, magari prendendo spunto proprio dalle Linee guida in materia di intese⁸⁴, si vada oltre la sola considerazione dell'innovazione, per consentire una più consapevole e strutturata attenzione alla sostenibilità complessivamente intesa nelle procedure di *merger control* europee e nazionali.

Una proposta concreta⁸⁵ che è stata fatta in questo senso è stata quella che suggerisce una modifica delle Linee guida sulle concentrazioni orizzontali, in particolare il §78, che si occupa dell'efficienza che può scaturire da una concentrazione, di come essa vada bilanciata, dalla Commissione in sede di *merger control*, con i potenziali effetti

⁷⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II.

⁸⁰ V. *supra* §3.1 Cap. II.

⁸¹ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II, §8.

⁸² COMMISSIONE EUROPEA, *ivi* §38.

⁸³ AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *cit.* alla nota 127 del Capitolo II.

⁸⁴ V. *supra* §4.

⁸⁵ Elaborata nel dettaglio da S. HOLMES, M. MEAGHER, *A sustainable future: how can control of monopoly power play a part?*, in *European Competition Law Review*, 2023, pp. 148-161.

anticoncorrenziali che l'operazione potrebbe avere, e di come in considerazione di tale efficienza si possa anche approvare una concentrazione⁸⁶.

Un vantaggio di questa soluzione è che sarebbe possibile introdurre appigli cui la Commissione potrebbe aggrapparsi nell'elaborare la riflessione in materia di concentrazioni e sostenibilità, senza la necessità di un intervento legislativo. Si è proposto l'intervento sul §78 delle Linee guida perché già esiste un'ampia elaborazione della Commissione in tema di considerazioni di efficienza legate alle concentrazioni, che potrebbe costituire la base per ulteriori sviluppi che leggano la sostenibilità come una considerazione di efficienza. Un limite⁸⁷ di questo approccio è, invece, che esso permetterebbe solo l'approvazione di progetti di concentrazione che abbiano effetti positivi per la sostenibilità e negativi per la concorrenza, senza rendere possibile il divieto di quelli che, pur non destando timori sul piano della concorrenza, potrebbero avere portata negativa per la sostenibilità. Si potrebbe però ovviare a questo limite semplicemente formulando il nuovo ipotetico §78 in maniera diversa, per consentire, magari anche solo nei casi in cui le considerazioni di efficienza si riallaccino alla sostenibilità, il divieto di una concentrazione anche solo in virtù degli effetti negativi che essa potrebbe avere per la sostenibilità.

5. *La possibilità di un intervento legislativo*

5.1 *Considerazioni di carattere generale*

Occorre a questo punto anche interrogarsi sulla possibilità (e sull'opportunità) di un intervento del legislatore che permetta una più intensa attenzione alla sostenibilità nell'ambito delle operazioni societarie straordinarie.

Mancano precedenti in questo senso, si può al massimo citare una norma della legge austriaca per la concorrenza⁸⁸ che dà rilievo agli accordi fra intese che abbiano un oggetto

⁸⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II, §78, che recita: “*Perché la Commissione possa tener conto delle considerazioni di efficienza e giungere alla conclusione che, grazie ad esse, non vi è motivo di dichiarare una concentrazione incompatibile con il mercato comune, i miglioramenti di efficienza devono andare a beneficio dei consumatori, essere specificamente legati alla concentrazione ed essere verificabili. Queste condizioni sono cumulative.*”

⁸⁷ Segnalato dagli stessi interpreti che hanno formulato la proposta, v. S. HOLMES, M. MEAGHER, *op. cit.* alla nota 85.

⁸⁸ Sezione 2§1 del Kartell—und Wettbewerbsrechts—Aenderungsgesets 2021. La nuova norma è stata introdotta nel 2021.

di sostenibilità. Tali sono, ai sensi della legge austriaca, gli accordi che contribuiscono significativamente a un'economia ecologicamente sostenibile o neutra dal punto di vista climatico. La disciplina in esame si applica solo agli accordi con rilevanza nazionale, non eurounitaria. Gli accordi che hanno un oggetto di sostenibilità ai sensi di questa normativa non vengono considerati illegittimi se danno luogo a miglioramenti nella produzione o distribuzione dei beni o dalla promozione del progresso tecnico o economico, miglioramenti dai quali derivano benefici che “*contribuiscono sostanzialmente a un'economia ecologicamente sostenibile o neutra dal punto di vista climatico*”⁸⁹. Gli accordi che soddisfano queste condizioni sono ammessi anche se lesivi per la concorrenza: è quindi sufficiente che siano generate esternalità positive significative sul piano climatico, senza la necessità di una piena ammortizzazione degli effetti negativi per il consumatore che siano derivati da una possibile contestuale contrazione della concorrenza⁹⁰.

La normativa austriaca, anche grazie alle discussioni in dottrina che si sono innescate a partire da essa, può fornire da spunto per più ampie riflessioni sul tema di una legislazione in materia di integrazione dell'attenzione alla sostenibilità nel diritto della concorrenza. In generale, un intervento legislativo preclude la possibilità di sostenere che fonti di *soft law* o decisioni delle autorità antitrust che diano ampio spazio alla sostenibilità siano contrarie alla legge⁹¹. Una modifica legislativa garantisce inoltre una maggiore certezza del diritto. Tuttavia, affinché l'introduzione di nuove norme aventi rango di legge, a livello europeo o nazionale, possa essere pienamente efficace, è necessario che essa sia

⁸⁹ Un'economia di questo tipo è l'economia circolare, e benefici del genere possono essere la prevenzione o riduzione del danno ambientale, la protezione della biodiversità e degli ecosistemi, l'impiego sostenibile delle risorse idriche. C. VELJANOVSKI, *cit.* alla nota 47, espone il contenuto della norma.

⁹⁰ Più precisamente, ci sono cinque condizioni che devono ricorrere affinché gli accordi con oggetto di sostenibilità siano ammissibili anche nel caso in cui destino preoccupazioni sul piano della tutela della concorrenza: (1) devono determinare guadagni in termini di efficienza, intesi come *overall social welfare*; (2) i guadagni di efficienza devono essere positivi per la sostenibilità ambientale (o comunque utili nella creazione di un mercato neutrale dal punto di vista ambientale); (3) questo contributo deve essere sostanziale; (4) gli eventuali limiti alla concorrenza devono essere indispensabili per conseguire i vantaggi di sostenibilità; e (5) l'intesa non deve determinare l'eliminazione della concorrenza con riferimento a una parte sostanziale del mercato dei prodotti oggetto dell'accordo. Questa sistematizzazione è messa in luce da A. DE PRA, *op. cit.* alla nota 64.

⁹¹ Come pure è stato sostenuto, si veda, per esempio C. VELJANOVSKI, *cit.* alla nota, che ha ritenuto che le Linee guida della Commissione UE in tema di art. 101 TFUE (e in particolare il Cap. 9), nella parte in cui valorizzano la sostenibilità, vadano contro la lettera dell'art. 101, il quale dà priorità alla tutela della concorrenza.

preceduta da un'elaborata riflessione. Per capire se ricorrano le condizioni per una valorizzazione della sostenibilità nell'ambito della disciplina delle concentrazioni, occorre muovere dagli interventi che sono stati proposti al riguardo (e che interessano, come si dirà, la sola disciplina europea delle concentrazioni contenuta nel Regolamento (CE) n. 139/2004) e dalla discussione dottrinale in materia.

5.2 Possibili modifiche all'art. 2§1 Reg. UE 134/2004 che tengano conto della sostenibilità

Due sono state, principalmente, le proposte di modifica avanzate rispetto al Regolamento (CE) n. 139/2004 in questo ambito. Esse riguardano entrambe l'art. 2§1 del Regolamento⁹², il quale indica alla Commissione i criteri fondamentali che devono illuminare le valutazioni dell'istituzione in materia di concentrazioni.

Si è suggerito⁹³ di inserire una lett. (c) al §1 dell'articolo, nella quale si dovrebbe prevedere che la Commissione valuti anche “*l'impatto della concentrazione sull'ambiente e sulla sostenibilità*” e a questo si dovrebbe aggiungere ad una adeguata esplicitazione e chiarimento del nuovo criterio nelle Linee guida⁹⁴.

Altra parte della dottrina ha invece proposto di modificare il testo dell'art. 2§1 lett. (b) del Regolamento (CE) n. 139/2004 per inserire un riferimento espresso allo sviluppo del progresso ambientale come uno dei criteri che devono informare la valutazione della Commissione nelle procedure di *merger control*⁹⁵.

⁹² Al momento, tale paragrafo recita: “Le concentrazioni di cui al presente regolamento sono valutate conformemente agli obiettivi del presente regolamento e alle seguenti disposizioni per stabilire se siano compatibili o meno con il mercato comune. In tale valutazione la Commissione tiene conto: (a) della necessità di preservare e sviluppare una concorrenza effettiva nel mercato comune alla luce, segnatamente, della struttura di tutti i mercati interessati e della concorrenza effettiva o potenziale di imprese situate all'interno o esterno della Comunità; (b) della posizione sul mercato delle imprese partecipanti, del loro potere economico e finanziario, delle possibilità di scelta dei fornitori e degli utilizzatori, del loro accesso alle fonti di approvvigionamento o agli sbocchi, dell'esistenza di diritto o di fatto di ostacoli all'entrata, dell'andamento dell'offerta e della domanda dei prodotti e dei servizi in questione, degli interessi dei consumatori intermedi e finali nonché dell'evoluzione del progresso tecnico ed economico purché essa sia a vantaggio del consumatore e non costituisca impedimento alla concorrenza.

⁹³ Da parte di S. HOLMES, M. MEAGHER, *op. cit.* alla nota 85.

⁹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II.

⁹⁵ Così D. LOUKIANOU, *The Interplay Between Environmental Sustainability and EU Merger control: Where Do We Stand and Where Can We Go?*, in SSRN, 15 maggio 2023, <https://ssrn.com/abstract=4632995> consultato il 30 agosto 2024.

L'introduzione di modifiche legislative, come si accennava prima, è un qualcosa che merita approfondite riflessioni e a cui, probabilmente, non assisteremo nel prossimo futuro dal momento che sono ancora poche le voci in dottrina che si sono espresse per modifiche legislative di questo tipo e scarna è l'elaborazione in materia di interventi analoghi in ambiti contigui⁹⁶. Si conclude pertanto che un intervento legislativo del tipo di quelli appena descritti sia senz'altro auspicabile e necessario, nel lungo periodo, a garantire un'integrazione delle tematiche di sostenibilità nelle valutazioni delle autorità antitrust, e si auspica che interventi del genere vi siano sia a livello di Unione Europea che a livello di legislazioni nazionali; tuttavia, i tempi non sembrano essere maturi per un intervento del genere e anzi intervenire adesso potrebbe comportare modifiche affrettate, poco ragionate e che mal si innestano sui principi e categorie generali del diritto UE della concorrenza⁹⁷. Nel prossimo futuro non sembra irrealistico attendersi una maggiore attenzione della Commissione e delle autorità antitrust nazionali alla sostenibilità nelle loro decisioni in materia di concentrazioni, magari delle modifiche alla *soft law* rilevante, ma non ancora alle leggi e fonti del diritto derivato UE in materia; il legislatore potrebbe intervenire, magari, in un secondo momento, per consolidare gli approdi di dottrina, prassi (e magari anche giurisprudenza, se dovessero esservi delle pronunce legate a questi temi⁹⁸) e gettare le basi per un'elaborazione futura e più approfondita sul tema.

A riprova del fatto che, in una prospettiva di breve periodo, non sia necessario modificare le leggi esistenti, va la recente prassi della Commissione, che ha permesso di intercettare (e in taluni casi vietare) sospette *killer acquisitions* senza che ci fosse bisogno di apportare alcuna modifica al Regolamento (CE) n. 139/2004, ma ricorrendo ad un'interpretazione di norme di esso improntate alla valorizzazione dell'innovazione⁹⁹. A tal riguardo, si può anche accennare alla possibilità di interpretare le norme esistenti (anche quelle in tema di concentrazioni), nazionali e comunitarie, alla luce della valorizzazione della sostenibilità.

⁹⁶ Interventi quali la nuova legge austriaca in materia di intese e sostenibilità, [citare la legge].

⁹⁷ Lo scarso ancoraggio di rimedi legislativi elaborati in orizzonti temporali ristretti ai principi del diritto esistente emerge anche quando le nuove norme siano dettagliate e approfonditamente ragionate, come nel caso del DMA, v. *supra* §2.2.3.3 Cap. II.

⁹⁸ Come può esserlo l'imminente decisione della Corte di Giustizia nel caso GRAIL/Illumina, e com'è la sentenza del Tribunale che afferma la competenza della Commissione a pronunciarsi sul medesimo caso, v. *supra* §2.3.1.4 Cap. II.

⁹⁹ In particolare, dell'art. 4§5 per quanto riguarda il caso Facebook/WhatsApp e dell'art. 22 nella vicenda GRAIL/Illumina.

5.3 La sostenibilità come canone ermeneutico

5.3.1 La teorizzazione

La possibilità di interpretare la normativa esistente alla luce dei parametri di sostenibilità è stata approfondita da poche ma convincenti voci in dottrina.

In generale, si è affermato¹⁰⁰, ormai più di vent'anni fa, come fosse chiaro che la tutela ambiente sia un fine primario delle Comunità Europee e che pertanto essa debba essere integrata nelle varie politiche di competenza delle istituzioni stesse. Secondo questa ricostruzione, le istituzioni non devono solo adottare specifiche politiche di tutela dell'ambiente ma devono anche prestare attenzione all'ambiente nelle loro altre azioni. Non sarebbe possibile, secondo tale teoria, considerare la tutela dell'ambiente come un elemento esterno al mercato, da tenere in considerazione solo se (e nella misura in cui) non interferisce con il raggiungimento degli obiettivi economici che ci si prefigge. Nel caso in cui dovesse verificarsi la pur possibile tensione fra la tutela ambiente e la crescita economica, sarebbe necessario cercare di conciliare le due il più possibile, perché entrambe costituirebbero obiettivi fondamentali dell'UE che non possono essere ignorati, e dovrebbero avere pari importanza nei processi decisionali delle istituzioni. L'integrazione della sostenibilità ambientale nel mercato è obiettivo che può essere raggiunto solo se l'impatto ambientale delle azioni delle istituzioni europee è tenuto in considerazione, e tale impatto deve essere positivo o al massimo neutro, mai negativo.

Già l'Atto Unico Europeo¹⁰¹ sanciva il principio dell'integrazione della tutela ambiente nelle politiche dell'Unione; i Trattati delle Comunità Europee¹⁰² prima e dell'Unione Europea¹⁰³ dopo hanno rafforzato questo principio, il quale non si limita a integrare la tutela ambiente nelle sole politiche ma in “*tutte le attività*” dell'Unione Europea. Il

¹⁰⁰ M. WASMEIER, *The integration of environmental protection as a general rule for interpreting community law*, in *Common Market Law Review*, 2001, pp. 159 ss., che basa la sua ricostruzione sulla versione dei Trattati al tempo esistente, il Trattato di Amsterdam.

¹⁰¹ AUE, art. 130 R §2, che prevede che le esigenze connesse con la tutela dell'ambiente costituiscono parte integrante delle politiche dell'Unione. Questo riferimento è stato recepito dall'art. 191 TFUE.

¹⁰² Si allude all'art. 2§4 del Trattato di Amsterdam, che inserì un nuovo art. 3C nel Trattato CE, che recita: “*Le esigenze connesse con la tutela dell'ambiente devono essere integrate nella definizione e nell'attuazione delle politiche e azioni comunitarie di cui all'articolo 3, in particolare nella prospettiva di promuovere lo sviluppo sostenibile*”.

¹⁰³ Art. 11 TUE.

principio è molto assorbente, tanto che non sembra troppo ardito suggerire che esso possa fungere da criterio interpretativo del diritto derivato UE, soprattutto quando il significato di una norma non risulti chiaro, anche alla luce dell'art. 6§3 TUE, che prevede che le norme del diritto comunitario devono essere interpretate in considerazione dei principi generali dell'Unione fra cui, si può affermare con un certo grado di sicurezza, rientra anche la tutela dell'ambiente (e, possiamo dire, anche della sostenibilità più in generale¹⁰⁴). Non sfugge l'eventualità di una possibile tensione fra la tutela dell'ambiente e lo sviluppo sostenibile, da un lato, e gli interessi economici dall'altro¹⁰⁵: tuttavia, tensioni di questo tipo tendono a emergere solo se si considera un orizzonte temporale limitato, poiché, nel lungo periodo, i costi legati al crescere dell'inquinamento, l'erosione delle risorse naturali e la diminuzione delle materie prime finiscono per arrecare pregiudizio (e anche un pregiudizio significativo, in potenza) agli interessi economici¹⁰⁶. Inoltre, quando tali tensioni dovessero instaurarsi, l'unica possibilità che si apre all'interprete è quella di bilanciare l'interesse economico con quello alla tutela dell'ambiente, dato che non è nemmeno possibile affermare che quest'ultima debba prevalere sempre e comunque rispetto agli altri principi dell'Unione.

5.3.2 Un'interpretazione teleologica delle norme UE che valorizza la sostenibilità ambientale: il caso Dieselgate

Una recentissima giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea mostra come le corti europee siano tutt'altro che refrattarie alla possibilità di valorizzare la sostenibilità anche in via interpretativa. Esempio di questo è il cd. caso *Dieselgate*, che ha a che fare con una complessa vicenda in cui la società automobilistica Volkswagen ha messo in commercio automobili non conformi al Reg. CE 2007/715, in materia di omologazione dei veicoli a motore per quanto riguarda le emissioni dei veicoli passeggeri e commerciali leggeri (Euro 5 ed Euro 6). La Volkswagen aveva messo in commercio delle auto a Diesel provviste di una valvola, la EGR, in grado di aprirsi molto meno del normale, con conseguente aumento delle emissioni di ossido di azoto (un agente

¹⁰⁴ Per una più approfondita riflessione circa la possibilità di annoverare la tutela dell'ambiente e lo sviluppo sostenibile fra i principi cardine del diritto UE, v. D. LOUKIANOU, *op. cit.* alla nota 95.

¹⁰⁵ Come mette in rilievo anche alcuni dei primissimi autori che hanno proposto di elevare la sostenibilità a canone ermeneutico, v. M. WASMEIER, *op. cit.* alla nota 100.

¹⁰⁶ Come notato da M. WASMEIER, *ibidem*.

inquinante) imputabili all'apertura della valvola (che, nei veicoli in questione, avrebbe lo scopo di controllare le emissioni di ossido di azoto). Nel giudizio di merito davanti ai giudici nazionali da cui partì il caso, si sospettava che la valvola EGR, per come progettata, fosse in grado di rilevare i parametri fisici e ambientali usati nella fase di omologazione del veicolo per aprirsi più del normale al ricorrere di essi, per non destare sospetti durante la fase di omologazione. In sostanza quindi, l'accusa mossa era che la valvola fosse stata designata in maniera tale da eludere i controlli di omologazione del veicolo per non far rilevare che essa non fosse adeguata a contenere le emissioni di ossido di azoto. Il giudice di merito ha per primo conosciuto il caso ha effettuato un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia, interrogandola circa la possibilità di qualificare la valvola EGR (o meglio, il *software* di rilevazione e controllo ad essa collegato) come un "*impianto di manipolazione*" del sistema di controllo delle emissioni dell'autoveicolo, vietato dall'art. 5 Reg. CE 2007/715. La Corte di Giustizia ha dato al quesito risposta affermativa, ed è giunta a tale conclusione in virtù di un'interpretazione teleologica basata sul fatto che lo scopo del Reg. CE 2007/715 è la riduzione delle emissioni di ossido di azoto effettive da parte del veicolo¹⁰⁷.

In alcuni casi simili e di qualche anno successivi la Corte di Giustizia si è pronunciata invece sulla possibilità di considerare la valvola EGR come ricompresa nelle eccezioni rispetto al concetto di "*impianto di manipolazione*"¹⁰⁸. Tale eventualità è stata esclusa dalla Corte di Giustizia la quale, nell'invocare nuovamente la riduzione delle emissioni dell'ossido di azoto fra le finalità del Reg. CE 2007/715 ha ribadito l'importanza della collaborazione, da più parti, per la riduzione delle emissioni inquinanti; la Corte ha anche sottolineato come un'interpretazione restrittiva delle eccezioni rispetto alla nozione di "*impianto di manipolazione*" sia anche avvalorata dai principi dell'UE in materia di tutela dell'ambiente e dalla necessità di preservare la qualità dell'aria.

Nonostante svincolata dalle tematiche della concorrenza e del controllo delle concentrazioni, la giurisprudenza richiamata è sintomatica dell'attenzione che tutte le istituzioni europee oggi rivolgono alla sostenibilità ambientale, e di come essa, che è una

¹⁰⁷ CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, C-693/18—CLCV e a. (impianto di manipolazione su motore diesel), del 17 dicembre 2020.

¹⁰⁸ CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, C-128/20—GSMB Invest GmbH & Co. KG contro Auto Kreiner Gesellschaft m.b.H., del 14 luglio 2022; CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, C-134/20—IR contro Volkswagen AG, del 14 luglio 2022.

tematica che taglia trasversalmente il diritto dell'Unione in tutte le sue branche, sia suscettibile di assurgere a canone ermeneutico.

5.3.3 Proposte per un'interpretazione del Regolamento (CE) n. 139/2004 orientata verso la sostenibilità

Con specifico riferimento al tema delle concentrazioni, e come esempio della possibilità di una rilettura delle norme europee alla luce della contemporanea esigenza di tutelare la sostenibilità in tutte le sue componenti, va segnalata una proposta di interpretazione dell'art. 2§1 lett. (b) del Regolamento (CE) n. 139/2004 che mira a garantire una maggiore integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle valutazioni della Commissione in sede di controllo delle concentrazioni¹⁰⁹. Si è sostenuto, in particolare, che l'art. 2§1 lett. (b) del Regolamento (CE) n. 139/2004 possa essere interpretato nel senso di includere la tutela della sostenibilità ambientale entro il concetto di “*progresso tecnico ed economico*”, che l'art. 2§1 lett. (b) del Regolamento (CE) n. 139/2004 indica come uno dei criteri che la Commissione deve seguire nelle valutazioni di *merger control*. Questo perché la sostenibilità (e in particolare quella ambientale) è un'importante forza motrice del progresso tecnico in un'industria, dato che molto spesso il progresso tecnico muove dalla necessità di individuare e sviluppare nuovi strumenti e tecnologie che possano limitare l'impatto ambientale, o migliorare la sostenibilità di un prodotto, rendere più efficiente e meno inquinante il processo produttivo. Inoltre, la sostenibilità ha un impatto economico vista la crescente domanda dei consumatori per i prodotti sostenibili, che determina nuove opportunità per le imprese e fa sì che quelle in grado di sviluppare prodotti innovativi e sostenibili abbiano un vantaggio competitivo non irrilevante e siano in grado di accedere a nuovi mercati; l'adozione di strategie sostenibili aumenta anche la reputazione della società e il valore del suo marchio. Tutti questi elementi depongono per l'importanza della sostenibilità sia per il progresso tecnico che per il progresso economico, legittimando l'inclusione della nozione di sostenibilità entro i confini del “*progresso tecnico ed economico*” cui fa riferimento l'art. 2§1 lett. (b) del Regolamento (CE) n. 139/2004.

¹⁰⁹ Tale proposta è formulata da D. LOUKIANOU, *op. cit.* alla nota 95.

6. *La valorizzazione della sostenibilità nelle concentrazioni societarie*

6.1 *Riflessioni di carattere generale*

Dopo aver riportato i principali interventi che, in Europa (sia in sede comunitaria che nazionale) hanno dato luogo a una sempre maggiore integrazione delle considerazioni di sostenibilità nel diritto della concorrenza (con specifico riferimento alla materia delle intese) occorre riflettere su quale sia la via migliore, al momento, per consentire l'implementazione della sostenibilità durante le concentrazioni. Nel lungo periodo, la via della legislazione sembra una strada promettente, ma è tutt'altro che certo che interventi di questo tipo possano osservarsi nel prossimo futuro¹¹⁰. Nell'immediato, un importante ausilio può essere fornito da nuovi strumenti di *soft law* o da nuovi canoni ermeneutici¹¹¹ che tengano conto della sostenibilità, anche se lo strumento più decisivo sembra essere l'attività di *merger control* delle autorità antitrust del continente europeo, cui potrebbero appunto affiancarsi gli ipotetici interventi di *soft law* e i nuovi approcci ermeneutici.

6.2 *L'integrazione delle valutazioni di sostenibilità nel diritto della concorrenza in generale*

È possibile assistere, negli ultimi anni, a una prassi della Commissione in materia di intese restrittive della concorrenza e pratiche concertate che tiene in considerazione la sostenibilità, in particolare quella ambientale. Le elaborazioni dottrinali che sono state compiute a partire da tale prassi, almeno quelle che si concentrano sulle più generali categorie del diritto della concorrenza. In questo ambito si è riflettuto sulla circostanza che il diritto della concorrenza e il sistema antitrust dell'Unione Europea (e degli Stati membri), siano improntati alla tutela della concorrenza non in quanto bene unico e a sé stante, ma in quanto strumentale al benessere del consumatore e a una efficiente allocazione delle risorse¹¹². La riflessione di carattere generale si incentra dunque sulle finalità del diritto della concorrenza, sulla compatibilità, in linea di principio, tra tutela della concorrenza e promozione della sostenibilità, e sul concetto di benessere del consumatore.

¹¹⁰ V. *supra* §5.

¹¹¹ V. *supra* §4.

¹¹² V. al riguardo M. HJÄRTSTRÖM, *op. cit.* alla nota 66.

A quest'ultimo riguardo, si riscontra come parte degli interpreti abbia ritenuto¹¹³ che il benessere del consumatore converga con il benessere sociale latamente inteso, comprensivo della tutela dell'ambiente e del rispetto dei parametri di sostenibilità e che come anche gli interpreti¹¹⁴ che non ammettono questa convergenza notino che, in concreto, nella maggior parte dei casi promuovere il benessere (“egoistico”, per così dire) del consumatore comporta anche una promozione del benessere sociale generale.

6.3 Voci critiche

Non mancano tuttavia interpreti che si sono espressi per la non necessità e a tratti pericolosità di una maggiore attenzione del diritto antitrust alle tematiche ESG, soprattutto nei casi in cui gli strumenti del diritto della concorrenza vengono impiegati per perseguire obiettivi di sostenibilità. Si è argomentato che invocare gli effetti positivi di un'intesa sulla sostenibilità possa portare a legittimare fenomeni collusivi¹¹⁵ e concentrazione del mercato, e anche che un maggiore lassismo nell'applicazione della legge antitrust non avrebbe gli effetti positivi auspicati dai sostenitori di queste tesi¹¹⁶. Tuttavia, auspicare l'integrazione delle tematiche di sostenibilità nelle valutazioni delle autorità antitrust non equivale affatto a legittimare un maggiore lassismo da parte di quest'ultime, ma a sperare che esse compiano valutazioni attente *anche* alla sostenibilità e quindi, per certi versi, valutazioni più complesse che tengano conto di parametri ulteriori a quelli considerati finora.

Un altro argomento che viene sollevato dai detrattori della maggiore integrazione delle considerazioni di sostenibilità nel diritto della concorrenza è che una più marcata attenzione alle implicazioni di sostenibilità nell'ambito dei controlli antitrust, determina l'incremento dei prezzi dei prodotti finali, in maniera corrispondente all'incremento dei costi che le società hanno dovuto sostenere per provare all'autorità che i loro prodotti o

¹¹³ Opinion of AG Rantos in Case C-331/21 *Autoridade da Concorrência and EDP* EU:C:2023:153, para 90; Opinion of AG Wahl in *Skanska* (n 83), para 50; M. HJÄRTSTRÖM, *op. cit.* alla nota 66.

¹¹⁴ V. *ex multis* M. HJÄRTSTRÖM, *ibidem*.

¹¹⁵ Come sarebbe avvenuto, per esempio, nelle vicende che hanno interessato le industrie dei detersivi, degli autoveicoli e dei camion. V. *supra* §3.1.2.

¹¹⁶ V., per esempio, C. VELJANOVSKI, *The case against green antitrust*, in *European Competition Journal*, 2022, pp. 501-513.

servizi sono sostenibili; si è parlato al riguardo di *green inflation*¹¹⁷. Tale argomento può essere superato facendo riferimento alla letteratura che suggerisce di modificare le metodologie di valutazione delle autorità antitrust, non solo guardando all'impatto diretto della concentrazione sulla sostenibilità ma ampliando il raggio visuale, considerando anche gli effetti che si potrebbero produrre in mercati contigui e prendendo come riferimento un orizzonte di lungo periodo¹¹⁸. Infatti, è facile immaginare come la valorizzazione di aspetti quali l'innovazione e la sostenibilità possa alzare i costi sostenuti dalle imprese¹¹⁹, ma nel lungo periodo questi costi risultano essere assorbiti, sia sul piano prettamente economico che sul piano dei benefici e delle considerazioni di efficienza in generale; dunque, si può concludere che l'impatto sui consumatori è positivo per quanto riguarda le componenti non di prezzo e di breve periodo visto che, nel giro di qualche anno dalla valutazione antitrust, si potranno avere effetti quali una maggiore salubrità dell'ambiente circostante, una riduzione delle emissioni, e il diffondersi di prodotti più sostenibili.

Per quanto riguarda invece il tema dell'efficacia degli interventi delle autorità antitrust che tengano conto degli aspetti di sostenibilità, vi è chi ha negato questa efficacia¹²⁰; tuttavia, il giudizio espresso dall'opinione maggioritaria a riguardo è positiva, almeno per quanto riguarda la prassi della Commissione in materia di accordi fra imprese che abbiano ad oggetto anche la sostenibilità¹²¹ e in materia di *killer acquisitions*¹²². E anzi vi è chi ritiene¹²³ che non solo interventi di questo tipo possano essere efficaci, ma anche che le autorità antitrust siano i soggetti più adeguati a valorizzare la sostenibilità, a favorire la sua integrazione nel diritto della concorrenza e a garantire la sua tutela nell'ambito delle concentrazioni societarie.

¹¹⁷ Così C. VELJANOVSKI, *ibidem*.

¹¹⁸ V. per esempio C. VOLPIN, *op. cit.* alla nota 54.

¹¹⁹ Per diverse ragioni, tra cui *in primis* l'incremento degli investimenti di ricerca e sviluppo per implementare l'innovazione o la sostenibilità del prodotto o servizio e i maggiori costi del procedimento che sono necessari per dimostrare alle autorità antitrust che l'impatto dell'operazione sulla sostenibilità sia positivo o quantomeno non negativo.

¹²⁰ In questo senso si esprime C. VELJANOVSKI, *cit.* alla nota 47.

¹²¹ V. *supra* §3.1.

¹²² V. *supra* i casi discussi al Cap. II.

¹²³ V. M. DOLMANS, *op. cit.* alla nota 78.

6.4 Il ruolo delle autorità antitrust

Si è spesso auspicato¹²⁴ che siano le autorità antitrust a dare un contributo decisivo all'integrazione delle considerazioni di sostenibilità nel diritto della concorrenza e nelle procedure di *merger control*. Occorre tuttavia riflettere sul perché auspici del genere sono stati formulati, e sull'opportunità di interventi e contributi di questo tipo da parte delle autorità stesse.

Al riguardo, e focalizzando la riflessione sull'ambito delle concentrazioni societarie, si è messo in rilievo¹²⁵ come l'impatto del comportamento degli operatori di mercato sulla sostenibilità costituisca un fallimento di mercato, una esternalità negativa che in quanto tale ha un costo per la collettività che non si riflette nel prezzo del prodotto o servizio e di cui acquirenti sono ignari; anzi, questi ultimi hanno scarsi incentivi a opporsi alla produzione di tale esternalità negativa perché, appunto, non ne percepiscono in maniera evidente e particolarizzata l'impatto. Anche i concorrenti dell'ente risultante dalla concentrazione potrebbero arginare gli eventuali effetti negativi dell'operazione per la sostenibilità, ma solo nel caso in cui abbiano la possibilità di diminuire il potere di mercato della società risultante, il che sottende due condizioni: che tali concorrenti siano in grado di realizzare beni effettivamente più sostenibili e siano in grado di convincere i consumatori che i loro beni siano preferibili rispetto a quelli dell'ente risultante, ed è difficile che queste condizioni ricorrano cumulativamente.

6.4.1 Il contesto europeo e il ruolo della Commissione

A maggior ragione a livello di Unione Europea, esistono forti argomenti a sostegno di un deciso intervento della Commissione nel senso della promozione e integrazione della sostenibilità in tutte le politiche dell'istituzione. È anzi la Commissione stessa a riconoscere l'importanza di un intervento del genere¹²⁶.

¹²⁴ V. *supra* §6.1.

¹²⁵ In questo senso si sono espressi M. DOLMANS, *op. cit.* alla nota 78 e anche S. HOLMES, N. KAR, L. CUNNINGHAM, *Sustainability and competition in the UK*, in *Sustainability Objectives in Competition and Intellectual Property Law*, di P. KËLLEZI, P. KOBEL, B. KILPATRICK, Springer, Berlino, 2024, pp. 203-244, che però limita la sua analisi al contesto del Regno Unito.

¹²⁶ Per esempio, COMMISSIONE EUROPEA, *Competition merger brief EU Green Mergers & Acquisitions Deals – How Merger control Contributes to a Sustainable Future*, Bruxelles, 10 settembre 2023.

Nel contesto del *Green Deal* europeo¹²⁷ e della transizione dell'UE verso un'economia più verde, che sappia usare in maniera efficiente le risorse naturali, che sia competitiva, è necessario che tutte le politiche dell'Unione Europea, e dunque l'operato delle istituzioni che sono dedite alla promozione di tali politiche, siano improntate all'implementazione delle componenti di sostenibilità. Questo è vero anche per la Commissione e la Direzione Generale per la concorrenza. La Commissione ha riconosciuto, già dal 2021¹²⁸, l'importanza che il diritto della concorrenza può avere nella transizione verde, e ritiene¹²⁹ che gli strumenti al momento a sua disposizione, ossia quelli delineati dal Regolamento (CE) n. 139/2004, siano sufficienti a integrare gli obiettivi di sostenibilità nel *merger control*, a maggior ragione alla luce della recente prassi in materia soprattutto di *killer acquisitions*¹³⁰. Tuttavia, si segnala che comunque l'istituzione è consapevole di non poter attualmente intervenire per vietare (o modificare i termini di) una concentrazione che non ponga problemi concorrenziali in virtù dei soli rischi che essa comporta per la sostenibilità, come mostra anche la recente prassi della Commissione e il non aver impedito la concentrazione Bayer/Monsanto nonostante le sue implicazioni altamente negative per l'ambiente¹³¹.

Inoltre, già al livello dei Trattati viene instaurata una correlazione fra diritto della concorrenza e sostenibilità¹³².

In primis l'art. 3(3) del TUE, nell'enumerare gli obiettivi dell'Unione, menziona lo sviluppo sostenibile, che si deve basare, fra le altre cose, su “*un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale,*

¹²⁷ Il *Green Deal* europeo è un piano pluriennale, da inquadrare nell'ambito delle strategie adottate dalle istituzioni dell'UE per implementare l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, e si articola in diversi obiettivi, tra cui la promozione di una legislazione, a livello europeo, per il raggiungimento della neutralità climatica; la decarbonizzazione del sistema energetico; la conversione a un sistema di trasporti sostenibile; il ripensamento del sistema alimentare, un sistema finanziario più verde. V. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en, discusso, *ex multiis*, D. LOUKIANOU, *op. cit.* alla nota 95; J. MALINAUSKAITE, *Competition Law and Sustainability: EU and National Perspectives*, in *Journal of European Competition Law and Practice*, 2022, pp. 336-348.

¹²⁸ Come illustrato in via di principio in COMMISSIONE EUROPEA DIREZIONE GENERALE DELLA CONCORRENZA, *The use of COVID-19 related state aid measures by EU Member States*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione Europea, 2021, <https://data.europa.eu/doi/10.2763/962262>, consultato il 30 agosto 2024.

¹²⁹ Come fa emergere COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 126.

¹³⁰ V. *supra* §2.3.1.3 Cap. II.

¹³¹ Questo è stato dettagliatamente messo in rilievo da D. LOUKIANOU, *op. cit.* alla nota 95.

¹³² Come sottolinea D. LOUKIANOU, *ibidem*.

e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente". L'art. 11 TUE prevede invece che vi sia un'integrazione della tutela dell'ambiente nelle politiche e azioni dell'Unione, in particolare in una prospettiva di promozione dello sviluppo sostenibile; l'art. 191(2) TFUE prevede che la prevenzione del danno ambientale debba essere una priorità e debba informare le politiche dell'Unione Europea, inclusa la *policy* in tema di concorrenza. E ancora l'art. 37 della CDFUE prevede l'integrazione di un elevato livello di protezione ambientale e miglioramento della qualità dell'ambiente nelle politiche dell'UE, con una particolare attenzione al principio dello sviluppo sostenibile. Al livello delle fonti del diritto di rango legislativo è invece opportuno citare l'art. 23 del Regolamento (CE) n. 139/2004, il quale stabilisce che la Commissione, nelle valutazioni delle concentrazioni, deve essere guidata dall'obiettivo di realizzare i principi e fini generali cui fa riferimento l'art. 2 TUE e, fra questi, rientrano il benessere degli individui, lo sviluppo sostenibile, e un elevato livello di protezione e miglioramento della qualità dell'ambiente.

Non mancano quindi, a livello di diritto primario e derivato, basi giuridiche che possano fungere da legittimazione a una maggiore attenzione della Commissione agli aspetti di sostenibilità che potrebbero venire in rilievo durante la valutazione di una concentrazione. E non è infondata l'opinione per cui vi sarebbe un vero e proprio obbligo dell'UE (e di tutte le sue istituzioni) di incorporare le considerazioni di sostenibilità in tutte le politiche comunitarie¹³³.

Non sorprende quindi, alla luce di queste considerazioni, la copiosa casistica in cui la Commissione dà ampio spazio alle considerazioni di sostenibilità nelle sue decisioni, anche nell'ambito del *merger control*¹³⁴.

¹³³ D. LOUKIANOU, *ibidem*.

¹³⁴ Per esempio, la decisione sulla concentrazione KPS Capital Partners/Real Allay Europe valuta l'importanza del battuto di alluminio riciclato per la riduzione dell'impatto ambientale e della *carbon footprint* del prodotto finito, ossia le lattine di alluminio. La Commissione ha in questo caso ritenuto che l'ente risultante avrebbe la capacità di limitare l'accesso agli input (ossia l'alluminio battuto) per i produttori di lattine. Tale considerazione ha portato la Commissione ad approvare solo in via condizionata la concentrazione, e a fronte di impegni dell'incorporante KPS Capital Partners di cedere alcuni impianti di produzione di alluminio e contrarre la produzione di alluminio. V. COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.10702—*KPS Capital Partners/Real Allay Europe*, 19 ottobre 2022. Si può anche citare la concentrazione Sika/MBCC, in cui la Commissione ha ritenuto che vi fosse concentrazione fra due importanti innovatori, aventi grandi capacità di ricerca e sviluppo in tema di polimeri ed elaborazione di formule chimiche sostenibili per l'industria del cemento. Le potenzialità innovative delle due imprese parti dell'operazione (viste nell'ottica della promozione della sostenibilità) sono state tenute in considerazione dalla Commissione nella valutazione dell'impatto concorrenziale della concentrazione, v. COMMISSIONE EUROPEA, Caso M.10560—*Sika/MBCC*, 8 febbraio 2023.

6.5 Possibili ulteriori sviluppi

Per quanto riguarda le modalità per garantire una maggiore integrazione dei temi di sostenibilità nelle decisioni delle autorità antitrust del continente europeo in materia di concentrazioni, diverse ipotesi sono state avanzate. Si premette innanzitutto come non tutti gli interpreti avvertano la necessità di ripensare le categorie e i principi del diritto della concorrenza, e in particolare della disciplina del controllo delle concentrazioni per integrare in essi le valutazioni legate alla sostenibilità¹³⁵, dal momento che le istituzioni europee già da ora disporrebbero degli strumenti necessari a perseguire tale obiettivo¹³⁶.

6.5.1 L'ampliamento degli orizzonti di valutazione

Vi è innanzitutto un argomento¹³⁷ per cui le considerazioni di sostenibilità dovrebbero essere considerate nelle analisi delle autorità antitrust quali effetti economici diretti o indiretti di una concentrazione. Il vantaggio di questo approccio è che l'impatto ambientale di certe operazioni economiche ha natura dinamica e potrebbe essere difficile intercettarlo con la regolazione o la legislazione (o comunque con strumenti o modalità di intervento per definizione più rigidi) e la loro natura dinamica può essere adeguatamente e agevolmente presa in considerazione dalle autorità antitrust nelle loro decisioni. Sussiste inoltre la possibilità di integrare le valutazioni di sostenibilità senza necessità di fare riferimento a uno standard più ampio di "benessere del consumatore". A volte, come nella decisione Aurubis/Metallo, le considerazioni sulla sostenibilità possono sovrapporsi all'analisi della variazione dei prezzi. Un'altra possibilità è considerare l'impatto ambientale come una esternalità negativa, ma può essere difficile quantificarlo con precisione, soprattutto in casi in cui sono più difficili da individuare le soglie numeriche da prendere a riferimento per una valutazione oggettiva e quantitativa (come potrebbe essere nel caso in cui si guardi non alle emissioni inquinanti ma a valori come la perdita della biodiversità).

¹³⁵ Come fa invece M. HJÄRTSTRÖM, *op. cit.* alla nota 66, v. *supra* §4.2.

¹³⁶ In questo senso v. C. VOLPIN, *op. cit.* alla nota 54.

¹³⁷ Sostenuto da C. VOLPIN, *ibidem*.

Sarebbe anche possibile considerare la sostenibilità quale componente non di prezzo su cui si può dispiegare la concorrenza. Si può leggere la sostenibilità del prodotto come un fattore legato alla sua qualità, ed è indiscusso che possa aversi concorrenza anche sulla qualità di un bene, nonché sull'ampiezza della scelta per i consumatori, sull'innovazione e la riduzione della concorrenza relativa a uno di questi fattori è vista come pericolosa e indesiderata, al pari di incremento prezzi^{138,139}. Interpretare la sostenibilità di un prodotto come un elemento della sua qualità non sembra inappropriato in virtù dei benefici di lungo raggio che i beni e servizi sostenibili per la società.

Una facile critica che si può muovere a queste teorizzazioni è la difficoltà nel compiere valutazioni che abbiano per oggetto la sostenibilità del prodotto, e la circostanza che, spesso, i prodotti sostenibili hanno un prezzo più alto dei corrispondenti beni sostituiti meno sostenibili, il che potrebbe porre le autorità antitrust di fronte all'esigenza di effettuare un bilanciamento fra interessi opposti. Tuttavia, non sembra che Commissione non sia in grado di assolvere a una tale incombenza, né che le manchino gli strumenti teorici per farlo, visto che essa è abituata a valutare le considerazioni di efficienza (e inefficienza) che scaturiscono dalle concentrazioni ed è anche indirizzata, in queste valutazioni comparative e ponderazioni dalla Linee guida in tema di concentrazioni orizzontali¹⁴⁰.

È comunque avvertita l'esigenza che la Commissione non limiti la sua analisi circa l'impatto sulla sostenibilità di una concentrazione al solo mercato rilevante, ma che tenga in considerazione anche i cd. *spillover effects* e la tendenza degli effetti sull'ambiente (anche di quelli apparentemente circoscritti sul piano temporale o spaziale) ad operare e manifestarsi cumulativamente¹⁴¹. Similmente, affinché la Commissione riesca a compiere un'analisi completa dell'impatto di una concentrazione sulla sostenibilità, è necessario

¹³⁸ Tutte queste possibilità sono teorizzate da C. VOLPIN, *ibidem*.

¹³⁹ Quest'ultima constatazione è evidenziata anche da COMMISSIONE EUROPEA, *Contribution to OECD, The Role and Measurement of Quality in Competition Analysis*, 2013 <http://www.oecd.org/competition/Quality-in-competition-analysis-2013.pdf>, p. 80, che illustra come gli effetti di un'operazione sulla scelta per il consumatore, sulla qualità del prodotto e sull'innovazione rientrino fra gli effetti dinamici della concorrenza, l'analisi dei quali è centrale e necessaria nel diritto antitrust dell'UE.

¹⁴⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II, §79.

¹⁴¹ Nel senso di estendere l'analisi di effetto ambientale oltre il mercato rilevante anche M. HJÄRTSTRÖM, *op. cit.* alla nota 66, che riporta anche la decisione della CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, Caso T-86/95, *Compagnie générale maritime and Others v Commission*, 28 febbraio 2002, in cui è stata la Corte stessa a statuire l'esigenza di guardare a tutti i mercati in cui gli effetti di un'operazione possono manifestarsi.

che sia adottata dalle autorità antitrust una prospettiva di lungo periodo, poiché solo in ampi lassi temporali l'impatto su ambiente si mostra (ed è possibile apprezzarne la piena portata), mentre le considerazioni di prezzo che sono ancora l'oggetto primario delle attenzioni delle autorità antitrust coprono orizzonti di più breve periodo¹⁴². Va segnalato, tuttavia, che la Commissione è riluttante a prendere in considerazione mercati diversi da quello rilevante, soprattutto per quanto riguarda le considerazioni di efficienza legate alla concentrazione e il loro manifestarsi in mercati diversi, e la Commissione si è detta disposta, quando le efficienze non si avessero sul mercato rilevante ma su un altro mercato, a prenderle in considerazione solo nel caso in cui i benefici da esse derivanti interessino lo stesso bacino di consumatori, che sarebbero altrimenti danneggiati dalla concentrazione¹⁴³.

6.5.2 Proposte concrete per integrare le considerazioni di sostenibilità nell'analisi delle concentrazioni

Esiste anche una parte della letteratura che, riflettendo specificamente sull'integrazione delle tematiche di sostenibilità nel *merger control*, ricostruisce tale integrazione come forma di integrazione preventiva fra sostenibilità e diritto della concorrenza¹⁴⁴.

È possibile postulare un'integrazione espressa delle valutazioni di sostenibilità nelle decisioni delle autorità antitrust in materia di concentrazioni, valutando quello che potrebbe essere il comportamento dell'ente risultante dall'operazione, e come questo comportamento potrebbe impattare l'ambiente e la sostenibilità, paragonando il presumibile atteggiamento dell'ente risultante a quello osservabile delle società che prendono parte alla concentrazione¹⁴⁵. Un esempio cui si può pensare per meglio comprendere questa valutazione comparativa ha a che fare con l'ipotesi in cui una delle società coinvolte nella concentrazione sia un cd. "maverick di sostenibilità", ossia un'impresa che esercita pressioni (sul piano della sostenibilità) sulle altre società

¹⁴² Come messo in rilievo da R. MAXIMIANO, C. VOLPIN, *op. cit.* alla nota 140 del Capitolo II.

¹⁴³ Così si è espressa la Commissione, v. COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 126.

¹⁴⁴ Per evocare la distinzione tra integrazione di supporto e integrazione preventiva, riferendosi la prima espressione al rispetto e non impedimento da parte delle autorità antitrust di fronte ad atteggiamenti di imprese che vogliano promuovere sostenibilità, e la seconda a sforzi positivi delle autorità stesse per promuovere l'implementazione dei parametri ESG, v. al riguardo J. NOWAG, *Competition Law's Sustainability Gap?: Tools For an Examination and a Brief Overview*, in *Nordic Journal of European Law*, 2022, pp. 149, 152.

¹⁴⁵ Questa proposta è stata avanzata da S. HOLMES, M. MEAGHER, *op. cit.* alla nota 85.

dell'industria, e in particolare sull'acquirente in una ipotetica fusione per incorporazione, magari perché dispone di beni più sostenibili dei prodotti delle concorrenti e che le altre società sul mercato non sono ancora in grado di offrire, mentre la società *maverick* le ha e può anche essere in grado di pubblicizzarli adeguatamente. La pressione concorrenziale del *maverick* potrebbe venire meno a seguito dell'incorporazione, e dovrebbe essere l'autorità antitrust a valutare se questo sia uno scenario plausibile (anche nel caso in cui la fusione non possa dirsi una *killer acquisition*)¹⁴⁶.

Un'ulteriore strada potrebbe essere la valutazione di potenziali effetti in termini di efficienza (o inefficienza) che la concentrazione potrebbe determinare sul piano della sostenibilità¹⁴⁷, interpretando dunque le valutazioni di sostenibilità come le “considerazioni di efficienza” che la Commissione può valutare ai sensi delle Linee guida sulle concentrazioni orizzontali¹⁴⁸, le quali consentono all'istituzione di dichiarare compatibile con il mercato interno una concentrazione che normalmente non lo sarebbe se essa determina miglioramenti in termini di efficienza che siano “*considerevoli e tempestivi*”, generando vantaggi per i consumatori nei mercati rilevanti in cui potrebbero sorgere problemi per la concorrenza. Sarebbe possibile declinare¹⁴⁹ in un'ottica improntata alla sostenibilità le condizioni fissate dalle Linee guida per capire se anche un impatto positivo sulla sostenibilità possa essere una di quelle efficienze cui le Linee guida alludono, condizioni che corrispondono con il benessere del consumatore, la riferibilità dei miglioramenti in termini di efficienza alla concentrazione, e la verificabilità di essi¹⁵⁰. Per quanto riguarda il benessere del consumatore, è innegabile che un processo produttivo più sostenibile e un prodotto più sostenibile possano arrecare vantaggi, soprattutto di lungo periodo, al consumatore e alla sua salute; per considerare positivamente l'impatto

¹⁴⁶ L'esempio del *maverick* di sostenibilità è esposto nel dettaglio da J. PERSCH, *Pro-Enforcement Perspectives on Competition Law and Sustainability*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*, a cura di J. NOWAG, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2024, pp. 235-248.

¹⁴⁷ Così è stato proposto da D. LOUKIANOU, *op. cit.* alla nota 95 ed E. LECCHI, *Sustainability and EU Merger Control*, in *European Competition Law Review*, 2023, pp. 70-80.

¹⁴⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II §79.

¹⁴⁹ Come fa, nel dettaglio, D. LOUKIANOU, *op. cit.* alla nota 95.

¹⁵⁰ Le condizioni in parola sono specificate dal §78 delle Linee guida, che recita: “*Perché la Commissione possa tener conto delle considerazioni di efficienza e giungere alla conclusione che, grazie ad esse, non vi è motivo di dichiarare una concentrazione incompatibile con il mercato comune, i miglioramenti di efficienza devono andare a beneficio dei consumatori, essere specificamente legati alla concentrazione ed essere verificabili. Queste condizioni sono cumulative*”. V. COMMISSIONE EUROPEA, *cit.* alla nota 138 del Capitolo II, §78.

di sostenibilità sul consumatore potrebbe essere necessario adottare una prospettiva più ampia, non guardando solo al mercato rilevante e al breve periodo. Per quanto concerne la riferibilità dell'efficienza alla concentrazione, in maniera tale che la stessa sia diretta conseguenza della concentrazione e non ottenibile, in stessa misura, grazie a possibilità alternative a impatto minore sulla concorrenza, occorre valutare il nesso di causalità fra la concentrazione e l'impatto sulla sostenibilità, positivo o negativo che sia. Riguardo la verificabilità dell'efficienza, l'onere di provare la stessa incombe sulle parti, che devono portare Commissione ad essere ragionevolmente certa che l'efficienza si manifesterà. Tale onere della prova può essere difficile da sostenere in questi casi, poiché, ancora una volta, gli effetti della concentrazione non si manifestano nel solo mercato rilevante e, con ogni probabilità, si palesano nel lungo periodo; è auspicabile quindi un ampliamento degli orizzonti di valutazione presi in considerazione dalla Commissione¹⁵¹, e a tal fine vi è anche chi ha suggerito di introdurre nuove previsioni nelle Linee guida che specifichino il contenuto dell'onere probatorio incombente sulle parti, soprattutto quando le considerazioni di efficienza coincidono con le valutazioni di sostenibilità, e che magari ammettano prove quali i piani di ricerca e sviluppo o i *reports* di sostenibilità o le *disclosure* ESG, sia volontarie¹⁵² che obbligatorie¹⁵³.

Far rientrare la sostenibilità fra le considerazioni di efficienza cui alludono le Linee guida dovrebbe portare la Commissione ad approvare persino concentrazioni che, per quanto potenzialmente lesive della concorrenza, possano avere un impatto positivo sulla sostenibilità o sull'innovazione (come può avvenire, per esempio, nel caso della concentrazione di due grandi società sul mercato che però riescano a combinare il loro *know-how* di sostenibilità e ridurre impatto l'inquinante dei beni o del processo produttivo)¹⁵⁴.

Sarebbe anche possibile immaginare che in futuro possa essere vietata una concentrazione che rischia di aumentare significativamente le emissioni inquinanti, senza che questo aumento possa essere assorbito o quantomeno limitato dalla concorrenza effettiva che le società concorrenti possano porre in essere con politiche più sostenibili, o dalla

¹⁵¹ Come teorizzato da C. VOLPIN, *ibidem*.

¹⁵² Le forme di *disclosure* volontaria di sostenibilità presentano tuttavia dei limiti significativi, v. *infra* §4 Cap. IV.

¹⁵³ Tali interpretazioni e proposte di modifica delle Linee guida sono elaborate da D. LOUKIANOU, *op. cit.* alla nota 95.

¹⁵⁴ Trae queste conseguenze D. LOUKIANOU, *ibidem*.

regolamentazione governativa, o da un comportamento più consapevole dei consumatori (che si potrebbe avere nel caso in cui essi siano riluttanti ad acquistare prodotti che sanno essere non sostenibili)¹⁵⁵. Viceversa, a fronte di una prevista riduzione delle emissioni, le autorità antitrust potrebbero soprassedere anche su effetti nell'immediato dannosi secondo i paradigmi classici del diritto della concorrenza, come gli aumenti di prezzo¹⁵⁶.

È stato anche auspicato che le autorità antitrust compiano riflessioni di più ampia portata, che guardino al mercato rilevante nel suo complesso e a come una concentrazione possa impattare la transizione del mercato verso un'economia più sostenibile¹⁵⁷. Si può considerare, per esempio, che per sviluppare un'economia verde è necessario che siano ridimensionati o addirittura non più presenti, superati per così dire, i mercati con un significativo impatto ambientale, come può esserlo l'industria dei combustibili fossili. Se in un mercato ad alte emissioni la concentrazione permette alle società coinvolte di sopravvivere per tempo più lungo di quanto non sarebbero state in grado di fare senza l'operazione, questo equivale a prolungare il danno ambientale causato dall'industria e, collocandosi in quest'ottica, l'autorità antitrust dovrebbe valutare negativamente (e anche vietare) un'operazione di questo tipo. Oppure, si potrebbe analizzare se le sinergie dell'ente risultante da una concentrazione intervenuta, per esempio, nell'industria automobilistica possano facilitare la produzione e la diffusione di automobili a basse emissioni o addirittura a zero emissioni¹⁵⁸.

Un'ulteriore alternativa consiste nel considerare, in sede di *merger control*, l'impatto negativo per la sostenibilità e per l'ambiente come un costo occulto sostenuto dal consumatore, che non riflettuto nella qualità del prodotto o nel prezzo di esso¹⁵⁹.

Nel caso di concentrazioni che presentino sinergie positive ma al contempo profili di potenziale dannosità per i parametri di sostenibilità, si è suggerito di approvare tali operazioni in maniera condizionata, modellando il contenuto degli impegni in base alle considerazioni di sostenibilità¹⁶⁰.

¹⁵⁵ Proposta avanzata da M. DOLMANS, *op. cit.* alla nota 78.

¹⁵⁶ M. DOLMANS, *ibidem*, e anche S. HOLMES, N. KAR, L. CUNNINGHAM, *op. cit.* alla nota 125, che però limita la sua analisi al Regno Unito.

¹⁵⁷ Come è talvolta già avvenuto, v. *supra* §3.3.1 Cap. II.

¹⁵⁸ Tale proposta e gli esempi riportati sono elaborati da J. PERSCH, *op. cit.* alla nota 146.

¹⁵⁹ Tale approccio è stato suggerito da M. DOLMANS, *op. cit.* alla nota 78.

¹⁶⁰ Proposte di questo tipo sono state avanzate da S. HOLMES, M. MEAGHER, *op. cit.* alla nota 85.

7. Conclusioni

In conclusione, il diritto della concorrenza dell'Unione Europea sembra avere in sé gli strumenti di cui la Commissione può avvalersi per dar luogo ad una proficua integrazione delle tematiche di sostenibilità nelle valutazioni che si compiono in sede di controllo delle concentrazioni; strumenti di *soft law* che possano indirizzare la riflessione dell'istituzione, nonché la diffusione di approcci ermeneutici che leggano la normativa europea alla luce del valore della sostenibilità potrebbero anch'essi essere molto utili nell'immediato e portare, nel lungo periodo, insieme al consolidarsi della prassi della Commissione, a delle modifiche legislative che indichino di valorizzare la sostenibilità nelle decisioni in materia di concentrazioni, cristallizzando le prassi sviluppatesi e ponendo le fondamenta per possibili ulteriori sviluppi e per elaborazioni ancor più sofisticate. A livello nazionale, ci si può aspettare che l'autorità antitrust prenda a modello il contegno della Commissione, anche alla luce delle necessità di armonizzazione dei diritti degli Stati membri.

Le elaborazioni compiute finora, tuttavia, sembrano applicabili al solo contesto europeo. Le peculiarità del sistema statunitense, in cui pure le operazioni societarie straordinarie hanno determinato gravi conseguenze sul piano della sostenibilità, e il ruolo che in esso hanno le autorità antitrust, non rendono esportabili a quell'ordinamento gli approdi dottrinali e di prassi cui si è giunti sul continente europeo. Si rende dunque necessaria una riflessione *ad hoc*, che tenga conto delle caratteristiche proprie del sistema antitrust statunitense, per capire come in esso possa essere propriamente tutelata e valorizzata la sostenibilità durante le operazioni societarie straordinarie.

CAPITOLO IV

SOSTENIBILITÀ E OPERAZIONI STRAORDINARIE NEL SISTEMA STATUNITENSE

1. *L'esigenza di soluzioni differenziate*

Le soluzioni prospettabili in Unione Europea, Italia ed altri stati membri dell'UE per quanto riguarda la possibilità di conciliare concentrazioni societarie e sostenibilità potrebbero non essere parimenti efficaci negli Stati Uniti d'America, e questo soprattutto (ma non solo) a causa della natura dell'ordinamento statunitense, che è un ordinamento di *common law*¹. Pertanto, risulta opportuno pensare ad altre soluzioni *ad hoc* per l'ordinamento statunitense e, anche alla luce delle caratteristiche proprie di quel sistema, sembrerebbe che le intuizioni più significative potrebbero scaturire dalla creatività dei privati, privati che spesso dimostrano, tra l'altro, una spiccata sensibilità per i temi di sostenibilità.

Le ragioni per cui soluzioni del tipo una maggiore attenzione delle autorità antitrust ai temi di sostenibilità (e tutte le varianti di questa soluzione, come per esempio l'ampliamento del novero delle concentrazioni sottoposte allo scrutinio delle autorità o la valorizzazione di impegni che tengano conto dei parametri ESG) o un intervento legislativo sul punto potrebbero non essere efficaci nell'ordinamento statunitense sono da ricercarsi, *in primis* nelle caratteristiche di tale sistema. Essendo questo un ordinamento di *common law*, nella maggior parte dei casi le innovazioni legislative scaturiscono da decisioni giudiziarie².

¹ A dire il vero c'è chi sostiene che è un sistema misto, v. per esempio J. C. DERNBACH, R. V. SINGLETON, C.S. WHARTON, C. J. WASSON, *A Practical Guide to Legal Writing and Legal Method*, Wolters Kluwer, New York, 2021.

² Operando una sintesi vertiginosa e limitando l'analisi al sistema statunitense, potremmo dire che, una volta sancito in una sentenza, un principio di diritto viene poi fatto proprio anche da altri giudici in altre sentenze, e questo può avvenire o perché il giudice che decide successivamente è vincolato dall'autorità della sentenza precedente, perché magari essa è stata pronunciata da una corte superiore del medesimo ordinamento (Esistono infatti diversi ordinamenti o *jurisdictions* interni al sistema statunitense complessivamente considerato; vi sono cinquanta ordinamenti statali e un ordinamento federale; ogni sistema statale ha una propria corte suprema e una corte di primo grado, molto spesso è presente anche la corte d'appello; nel sistema federale vi sono le *district courts* di primo grado, poi vi sono undici Corti di Appello per gli undici circuiti (*circuits*) federali in cui è suddiviso in territorio statunitense, e ogni circuito comprende in sé una pluralità di stati federati; al vertice del sistema federale vi è la Corte Suprema degli Stati Uniti d'America; in ogni *jurisdiction*, le decisioni delle rispettive corti supreme sono vincolati per le corti di grado inferiore, e poi vi è la Corte Suprema degli Stati Uniti d'America le cui decisioni vincolano

Considerate le peculiarità e le complessità del sistema statunitense, non stupisce che, nella maggior parte dei casi, nuovi principi di diritto o nuove regole giuridiche emergano dalle decisioni delle corti che siano tra loro uniformi e coerenti. Pertanto, è difficile immaginare che innovazioni in ambito giuridico siano imposte dall'alto, dal legislatore o a maggior ragione da autorità amministrative riferibili al potere esecutivo, vista anche l'attenzione dell'ordinamento statunitense al principio della separazione dei poteri³. Per adesso basti fare riferimento alla circostanza che in ambito societario (e dunque anche in tema di *Mergers and Acquisitions*, ossia concentrazioni societarie) ha assunto un ruolo cruciale la giurisprudenza delle corti dello stato del Delaware, per ragioni storiche e giuridiche⁴, e

anche le corti supreme statali) o perché, per quanto la sentenza precedente contenente il principio di diritto non sia vincolante, la decisione in essa contenuta è talmente persuasiva e logicamente ben strutturata da conformare anche la decisione successiva. In quest'ultima ipotesi, una volta che il principio di diritto è fatto proprio anche dalla corte di un altro ordinamento, esso potrà assumere forza vincolante anche nel nuovo ordinamento in cui è stato introdotto, che sarà più o meno intensa in base al grado della corte la cui sentenza ha adottato il principio. Le decisioni di una corte non vincolano formalmente le decisioni di una corte di pari grado (possono però influenzarle nei termini di cui sopra) e pertanto è possibile che siano sanciti principi fra loro inconciliabili da corti di pari grado in un medesimo ordinamento o da corti di diversi ordinamenti statali. Tali incongruenze (talvolta veri e propri conflitti) verranno poi sottoposti all'attenzione della corte superiore (e della Corte Suprema nel caso in cui l'incongruenza o conflitto interessi due o più corti supreme statali) mediante una specifica azione giudiziaria che viene intrapresa mediante il *writ of certiorari*, uno strumento per adire la corte e chiedere ad essa di sanare il conflitto, o fornendo un'interpretazione che sia compatibile con due o più decisioni che solo apparentemente sono inconciliabili e che è invece possibile ricondurre a sistema grazie all'interpretazione della corte adita oppure privilegiando una fra le varie interpretazioni o affermazioni di principio che sono state proposte. La pronuncia della corte superiore cristallizzerà l'interpretazione adottata e abrogherà (a seconda dei casi, in maniera implicita o esplicita) le decisioni delle corti inferiori che si pongano con essa in espresso contrasto o che comunque siano inconciliabili con detta interpretazione. V. J. C. DERNBACH *et al.*, *ibidem*, V. VARANO, V. BARSOTTI, *La tradizione giuridica occidentale. Testo e materiali per un confronto civil law common law*, Giappichelli, Torino, 2021.

³ V. *infra* §3.1.

⁴ In estrema sintesi, va detto che, a partire dal XIX secolo, ha iniziato a svilupparsi in Delaware una giurisprudenza estremamente favorevole alle *corporations* (entità equivalenti alla nostra Società per azioni) e alle *Business associations*, ossia entità che trovano un equivalente, nell'ordinamento italiano, nelle società. Infatti, l'espressione *business association* è vaga e comprende in sé enti che, pur avendo regimi di limitazione della responsabilità dei soci più o meno accentuati, che possono avere personalità giuridica o non averla ma che in ogni caso hanno soggettività giuridica, e che hanno la comune caratteristica di permettere ai loro membri di portare avanti l'attività di impresa in forma associata. La giurisprudenza delle corti del Delaware ha sempre lasciato ampio spazio alla libera iniziativa privata delle *corporations* e delle altre forme societarie, inducendo sempre più imprenditori a formare le proprie società secondo la legge del Delaware per permettere loro di essere soggette alla giurisdizione delle corti del Delaware (dal momento che, nel sistema americano, il foro competente nelle cause civili in cui una società è convenuta è il foro territorialmente competente dello stato secondo la legge del quale l'ente si è formato). Il fatto che sempre più società fossero soggette alla giurisdizione del Delaware ha portato le corti dello stato ad elaborare una giurisprudenza sempre più complessa, evoluta ed autorevole in materia societaria, giurisprudenza alla quale anche le corti di altri stati si ispirano continuamente e anche il legislatore (del Delaware, di altri Stati, o Federale) adotta spesso leggi in questo ambito chiaramente ispirate ai principi e alle affermazioni di diritto sanciti nelle sentenze delle corti del Delaware. Per un quadro più completo v. W. T. ALLEN, R. H.

che tale giurisprudenza influenza sistematicamente quella delle corti degli altri stati ed è, molto spesso, fatta propria anche dalle corti federali (compresa la Corte Suprema). La giurisprudenza delle corti del Delaware lascia ampio spazio all'iniziativa economica privata e, nell'ambito delle concentrazioni, accoglie spesso con favore clausole innovative inserite nel contratto di fusione. È questa una delle principali ragioni per cui non risulta eccessivamente ottimistica la possibilità che siano i privati, le società e i loro avvocati a individuare spontaneamente nuovi strumenti e soluzioni per far sì che le concentrazioni societarie si rivelino più sostenibili.

2. *Il ruolo propulsivo della creatività dei privati nello sviluppo del Diritto Societario statunitense in materia di operazioni straordinarie*

Nell'ordinamento statunitense sono innumerevoli gli esempi, nel diritto societario in generale e, molto spesso, anche nel più specifico ambito delle concentrazioni societarie, di nuove clausole contrattuali che, da ignote che sono al momento della loro genesi, vengono progressivamente adottate in sempre più contratti (o accordi di fusione) e, ritenute legittime dalla giurisprudenza, fino a diventare delle clausole quasi irrinunciabili in un certo tipo di contratto. Certo, spesso le corti (del Delaware principalmente, ma anche corti di altri stati federati che hanno una giurisprudenza in tema di diritto societario improntata a quella del Delaware) hanno un'iniziale incertezza circa l'ammissibilità di tali nuove clausole, ma nel giro di pochi anni (come i molti esempi che stiamo per citare testimoniano) le corti finiscono sempre per avallare la creatività dei privati.

Più nello specifico, il meccanismo con cui le corti affermano la legittimità di una certa clausola contrattuale è il seguente: immaginiamo un qualsiasi contratto di diritto societario (potrebbe essere la *charter* istitutiva dell'ente societario o un contratto di fusione, ai fini dell'esempio la differenza è irrilevante) in cui sia inserita una clausola, di qualsiasi tipo, fino a quel momento ignota all'ordinamento. Accade non di rado, che la parte insoddisfatta del contratto cerchi di attaccarne le clausole, e in un sistema di *common law* un facile argomento per sostenere l'invalidità di una clausola contrattuale del tutto

KRAAKMAN, V. S. KHANNA, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Aspen Publishing, Boston, 2021; C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I.

nuova è l'assenza di una precedente decisione giudiziale che ne affermi la validità e che si pronunci in favore dell'efficacia della clausola. Spesso, le prime volte in cui una parte contesta la validità di una nuova clausola che comincia a comparire in un certo tipo di contratto, le corti negano l'efficacia di detta clausola, accogliendo la domanda della parte attrice; ma, nella quasi totalità dei casi (anzi, in ogni caso tranne uno), dopo un po' di tempo (in genere, qualche anno) le corti finiscono sempre per avallare la creatività contrattuale dei privati e ammettono, infine, la validità della nuova clausola (di frequente grazie a ragionamenti per analogia che accostano la nuova clausola a clausole già ritenute valide dalle corti). Alternativamente, può anche capitare che già nelle prime decisioni aventi ad oggetto la validità della clausola la corte si pronunci in maniera sfavorevole per l'attore, considerando dunque la clausola valida ed efficace. In certi casi può anche esservi un passaggio ulteriore all'*iter* appena descritto, ossia la promulgazione di una legge che espressamente ammette la validità (e sancisca l'efficacia) di una clausola già diffusamente ammessa dalla giurisprudenza; in altri casi l'intervento legislativo va a chiarire dubbi scaturiti proprio a causa di pronunce giurisprudenziali che ammettevano nuove clausole⁵.

2.1 Clausole degli accordi di fusione scaturite dall'inventiva delle società

Numerosi sono i casi che possiamo citare al riguardo, sia a titolo esemplificativo che per sostenere l'ipotesi per cui le corti statunitensi guardano con favore alla creatività dei privati.

⁵ Per esempio, la DGCL §146 che dal 2003 permette al Consiglio di amministrazione di sottoporre un progetto di fusione all'assemblea dei soci nonostante tale progetto non sia più raccomandato dal Consiglio di amministrazione. La possibilità, per il Consiglio di amministrazione, di non ritenere più raccomandabile una fusione e comunque di sottoporla all'esame dei soci era, prima del 2003, controversa. I dubbi al riguardo erano sorti perché, negli anni precedenti, erano sempre più diffuse le allora nuove clausole di *fiduciary out*, che permettono al Consiglio di amministrazione di smettere di raccomandare ai soci (in vista dell'assemblea in cui la fusione verrà sottoposta all'approvazione dei soci stessi) una fusione dagli amministratori precedentemente ricercata e raccomandata ai soci. Sembrava paradossale agli interpreti che gli amministratori potessero al contempo non raccomandare una fusione e sottoporla ai soci affinché questi la approvassero. Anzi, la legge vigente (§251 per come interpretato in *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)) sembrava porre gli amministratori davanti a un'alternativa: o presentare il progetto all'assemblea come raccomandato dagli amministratori stessi, o risolvere il contratto di fusione, ritirarsi dagli accordi con la controparte, e notificare agli azionisti l'annullamento della riunione assembleare. La previsione legislativa §146 ha posto fine ai dubbi degli interpreti. V. C. HILL, *et al.*, *ivi*, pp. 398-99.

2.1.1 Le *standstill* clauses

Occorre citare in primis le *standstill* clauses, vista la loro ampia diffusione e il dibattito giurisprudenziale e dottrinale che si è innescato intorno alla loro validità quando esse hanno iniziato a comparire in sempre più contratti di fusione. Tali *standstill* clauses, che si collocano non nel contratto di fusione vero e proprio ma nei documenti preparatori rispetto ad esso (molto di frequente gli accordi volti a tutelare la riservatezza delle negoziazioni, noti come *confidentiality agreements*), impediscono (nel contesto di una fusione per incorporazione) alla potenziale società incorporante di formulare proposte per acquisire la potenziale incorporata prima che quest'ultima dia la sua approvazione all'incorporazione. Le *standstill* clauses hanno generalmente un'efficacia limitata nel tempo e sono previsioni decisamente favorevoli alla potenziale incorporata, dal momento che gli amministratori di essa possono, in virtù della clausola di *standstill*, rifiutare progetti e proposte di fusione avanzati dalla controparte. In assenza della clausola, gli amministratori si troverebbero invece a dover accettare ogni proposta (per quanto non allettante) proveniente dalla controparte se non vi sono altre potenziali società incorporanti all'orizzonte, per non contravvenire ai loro *fiduciary duties*^{6,7}. L'evoluzione della giurisprudenza delle corti del Delaware in materia di clausola *standstill* è emblematica del processo che è appena stato descritto: a un'iniziale chiusura della corte nei confronti di questa clausola che emerge dalle prime decisioni in materia⁸, in cui si è

⁶ C. HILL, *et al.*, *ivi*, p. 326.

⁷ I *fiduciary duties* sono i doveri dei cd. *fiduciaries*, ossia amministratori, soci di maggioranza e amministratori delegati, e sono la pietra angolare del diritto societario statunitense. Operando una sintesi più che estrema si potrebbe dire che i *fiduciary duties* impongono ai *fiduciaries* di porre l'interesse sociale prima di quello proprio o di terzi (il cd. *duty of loyalty*) e di curare gli affari sociali con diligenza (cd. *duty of care*). Nel contesto delle fusioni, le corti del Delaware nella sentenza *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) hanno stabilito che, nel momento in cui una società è “*up for sale*”, ossia ha avviato negoziazioni e contrattazioni per essere incorporata, i *fiduciary duties* assumono una particolare declinazione e impongono agli amministratori di comportarsi come “banditori d'asta”, cercando di vendere la società al miglior offerente, alle migliori condizioni possibili.

⁸ Nella decisione in questione (*celera*), non fu annullata la clausola *standstill* presente nel *confidentiality agreement* ma solo perché, dopo che il contratto di fusione era stato impugnato da alcuni azionisti, le parti avevano modificato il contenuto del contratto finale e anche dei documenti preparatori di esso, incluso il *confidentiality agreement* e la clausola *standstill* in esso contenuta, in maniera tale che fosse possibile per la potenziale incorporante formulare nuove proposte (soprattutto per quanto riguardava il prezzo della fusione) agli amministratori della possibile incorporata. Tuttavia, la Chancery Court (corte di primo grado) del Delaware non ha mancato di esprimere il suo disappunto per la clausola *standstill* la quale, in combinazione nel caso di specie con una clausola *no shop*, impediva agli amministratori della futura incorporante di formulare offerte di acquisizione finché non sollecitati dalla futura incorporata, e a quelli di quest'ultima impediva di ricercare altri potenziali incorporanti. L'effetto finale (in assenza delle modifiche concordate in fine dalle parti che poi sono state ciò che ha portato la corte ad approvare l'accordo di fusione) era quello di paralizzare la situazione, impedendo quindi anche l'individuazione di un più alto

dichiarata l'invalidità della *standstill*, è seguita una maggiore apertura della corte nelle decisioni successive, nelle quali si è detto che, non essendo la clausola di per sé invalida né esistendo precedenti vincolanti che ne negassero la validità, fosse da valutare caso per caso la legittimità di essa⁹, alla luce delle clausole che la affiancano nel contratto di fusione.

2.1.2 Le clausole no-talk e no-shop

Un ulteriore esempio che si può citare ha a che fare con la giurisprudenza in materia di clausole *no-shop* e della loro variante più restrittiva, le clausole *no-talk*. Tali clausole sono contenute nel contratto di fusione (nel contesto di una fusione per incorporazione), ed in particolare sono una forma di *covenant*, che contengono la descrizione di comportamenti che le parti si impegnano reciprocamente a tenere dal momento in cui viene stipulato il contratto di fusione e quello in cui l'accordo viene definitivamente chiuso (una volta espletati tutti i passaggi a tal fine necessari e che variano in base al tipo di fusione considerata). I *covenants* hanno un ruolo cruciale dal momento che non di rado trascorrono diversi mesi fra la stipulazione e la chiusura della fusione. Le clausole *no-shop* precludono alla società che si appresta ad essere incorporata di andare attivamente alla ricerca di ulteriori società interessate alla fusione (ulteriori potenziali incorporanti). Generalmente le *no-shop* non negano la possibilità della futura incorporata di rispondere a proposte di incorporazione alternative, ma l'incorporata non può andarle a cercare. Le clausole *no-talk* sono più incisive (e maggiormente tutelanti per la società potenzialmente incorporante) dal momento che precludono alla futura incorporata qualsiasi scambio di informazioni e qualsiasi discussione con altre società che potrebbero avere mire acquisitive su di essa¹⁰. Il dibattito giurisprudenziale, che si è innescato quando (ormai più di trent'anni fa) le clausole *no-shop* (in tutte le loro varianti) hanno cominciato ad apparire sempre più di frequente nei contratti di fusione, ha avuto a che fare con la compatibilità di dette clausole con i *fiduciary duties*, ed in particolare le loro articolazioni

(e più favorevole per gli azionisti) prezzo di incorporazione. In un passaggio della sentenza, si dice chiaramente che in assenza delle modifiche la corte avrebbe invalidato la clausola *standstill*, negandone efficacia. *In re Celera Corporation Shareholder Litigation*, 59 A.3d 418 (Del. Ch. 2012). Anche nella sentenza *In re Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation*, 2012 WL 5511644 (Del. Ch. Oct. 24, 2012) la corte si è pronunciata nel senso dell'invalidità di una clausola *standstill*.

⁹ Questa è l'opinione della Corte nella decisione *In re Ancestry.com Consolidate Shareholders' Litigation*, 2012 WL 6971058 (Del. Ch. 2012).

¹⁰ C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I, p. 394.

nell'ambito delle fusioni. Si temeva, nello specifico, che le *no-shop* e, a maggior ragione, le *no-talk*, impedissero agli amministratori della futura incorporata di compiere una scelta pienamente informata circa l'acquisizione, dal momento che le clausole in parola limitano più o meno intensamente le interlocuzioni con (e la ricerca di) altre società potenzialmente interessate all'incorporazione. E, nel momento in cui si limita la libertà di azione degli amministratori in questo contesto, l'ulteriore preoccupazione era che non necessariamente la fusione si sarebbe consumata alle condizioni più favorevoli per gli azionisti dell'incorporata (con conseguente violazione dei doveri degli amministratori per come articolati dalla sentenza *Revlon*^{11,12}). Questi timori si sono riflessi nelle prime pronunce giurisprudenziali che hanno affrontato il tema della validità delle clausole *no-shop*: nel 1986¹³ la Corte Suprema del Delaware si pronunciò per l'invalidità della clausola *no-shop*¹⁴; tre anni dopo¹⁵, la medesima corte dimostrò una maggior apertura nei confronti di questo tipo di clausole, pronunciandosi nel caso di specie per la validità della clausola *no-shop* inserita nel contratto di fusione ma al contempo affermando come fosse invalida una clausola *no-shop* che impedisse agli amministratori di ottenere sufficienti informazioni per valutare efficacemente la convenienze di un progetto di fusione; nel 1994 la Corte Suprema del Delaware affermò invece l'invalidità della clausola *no-talk*¹⁶, ma lo stesso anno (poche settimane dopo) la Chancery Court del Delaware¹⁷ riconobbe la validità della medesima previsione di *no-talk*; infine, negli anni successivi le corti del Delaware si sono assestate sulla posizione per cui le clausole *no-shop* sono valide (e anzi, sono anche state talvolta descritte¹⁸ come clausole *standard*, che è consueto inserire nei contratti di fusione per incorporazione) e lo sono anche le *no-talk*, almeno nella misura in cui non impediscano agli amministratori dell'incorporata di valutare appieno la

¹¹ *Revlon, Inc.*, 506 A.2d.

¹² C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I, p. 394.

¹³ V. *supra* la nota 7.

¹⁴ La clausola presente nel contratto che disponeva l'incorporazione di Revlon da parte di Forstman Little.

¹⁵ *Barkan v. Amsted Indus., Inc.*, 567 A.2d 1279 (Del. 1989).

¹⁶ *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

¹⁷ In *Rand v. W. Air Lines, Inc.*, No. 1994 WL 890061, at *9 (Del. Ch. Feb. 25, 1994)

¹⁸ Come è avvenuto in *McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000).

convenienza dell'accordo¹⁹ (ma questa condizione la si ritiene soddisfatta nella maggior parte dei casi)²⁰.

2.3 L'impatto della creatività dei privati in altri ambiti del Diritto Societario

2.3.1 *Le forum selection bylaws*

La creatività dei nella stesura dei documenti sociali è incoraggiata e avallata dalle corti del Delaware (e da quelle di molti altri stati, che alla giurisprudenza di esse si ispirano) anche in ulteriori settori del diritto societario. Basti guardare, per esempio, a certe previsioni inserite nelle *bylaws*²¹, come le *forum selection bylaws*. Queste ultime sono clausole che individuano il foro competente nel caso in cui, in determinati tipi di azioni civili, la società sia la parte convenuta. Da ormai qualche anno le *forum selection bylaws* hanno iniziato a diffondersi, individuando spesso le corti del Delaware come foro competente²². Già dal 2013, le medesime corti, chiamate per la prima volta a pronunciarsi sia sulla validità di una clausola di individuazione del foro competente che sulla possibilità di farne valere l'efficacia come clausola contrattuale, hanno ritenuto che una

¹⁹ Questa è stata l'affermazione della Chancery Court in due casi pronunciati sul finire del secolo scorso, *Matador Capital Management Corp. v. BRC Holdings, Inc.*, 729 A.2d 280 (Del. Ch. 1999) e *Golden Cycle, LLC v. Allen*, C.A. No. 16783-NC, 1999 WL 417743 (Del. Ch. June 18, 1999).

²⁰ Per una più dettagliata ricostruzione dell'evoluzione giurisprudenziale sul punto e per un'approfondita spiegazione dei criteri adottati dalle corti del Delaware per valutare la legittimità le clausole presenti in un contratto di fusione, v. K. F. BALZ, *No-shop clauses*, in *Delaware Journal Of Corporate Law*, 2003, p. 513.

²¹ Le *bylaws* sono uno dei documenti più importanti per la *corporation* e la loro stesura è rimessa esclusivamente agli amministratori. La *charter* societaria è invece stilata dai soci (che sono anche coloro che ne dovranno approvare le modifiche), e, se volessimo un parallelo con il diritto societario italiano, potremmo assimilarla all'atto costitutivo della società, dal momento che essa tratteggia in maniera a dir poco essenziale le caratteristiche principali della società, individuandone la ragione sociale, gli organi sociali (in particolare il Consiglio di amministrazione, DGCL §141(d)), la struttura originaria del capitale (specificando se ci sono diverse categorie di azioni), l'indirizzo della società, l'attività di impresa che la società compirà (ma le corti ammettono descrizioni anche molto vaghe della futura attività sociale), e deve istituire almeno una categoria di azioni provviste di diritto di voto nell'assemblea generale. La §102 della DGCL specifica il contenuto della *charter*. A differenza di quanto avviene per la *charter*, è possibile modificare le *bylaws* con semplici delibere del Consiglio di amministrazione e sono le *bylaws* a stabilire le regole operative della società, a cui la società e i suoi organi impronteranno il loro agire. Tale documento specifica, per esempio, le modalità di convocazione dell'assemblea, la periodicità delle riunioni del Consiglio di amministrazione, o l'esistenza, il ruolo e le responsabilità del comitato esecutivo e dei suoi membri, gli *officers* (figura sovrapponibile a quella degli amministratori delegati). Per una sintetica ma esaustiva descrizione dei principali documenti delle *corporations* statunitensi, v. W. T. ALLEN *et al.*, *op. cit.* alla nota 4, pp. 104-105.

²² Vi sono varie ragioni che motivano questa scelta, fra le quali spicca la solidità e autorevolezza della legge del Delaware in materia societaria.

bylaw del genere fosse valida ed efficace poiché, nel momento in cui i soci di una *corporation* decidono di acquistarne delle azioni, essi acconsentono ad essere soggetti a tutti i documenti sociali, sia per come sono al momento dell'ingresso di nuovi soci nella compagine sociale sia per come dovrebbero essere all'esito di modifiche operate dai soli amministratori (nel caso specifico delle *bylaws*), non potendo i soci pretendere di congelare gli assetti di *governance* della società²³. La corte si è pronunciata per la validità della clausola (nei termini di cui sopra) e ha posto fine al dibattito che si era sviluppato fra gli interpreti in quegli anni (al comparire delle prime *forum selection bylaws*) fra coloro che ritenevano che tali clausole fossero ammissibili e coloro che invece le ritenevano *per sé* invalide in quanto equivalenti a tentativi di *forum shopping*²⁴.

L'orientamento giurisprudenziale favorevole alle *forum selection bylaws* e alla loro legittimità è poi stato confermato dalle corti negli anni successivi, ed è interessante anche perché, pur non essendo le *bylaws* un documento legato ai processi di fusione, le *forum selection bylaws* sono state ideate proprio con lo scopo di rendere più efficienti e semplici le azioni concernenti le fusioni, a riprova del fatto che, nel diritto societario in generale e a maggior ragione in ambito di fusioni di società, la giurisprudenza statunitense (e in particolare del Delaware) mostri un atteggiamento di forte incoraggiamento nei confronti della creatività delle parti private e, anche nel caso in cui vi siano delle resistenze iniziali delle corti a pronunciarsi per la validità di certe clausole particolarmente innovative e apparentemente in contrasto con i principi di diritto applicabili, le corti finiscono, nella quasi totalità dei casi (con una sola eccezione²⁵) per dichiarare valide ed efficaci le nuove clausole.

²³ *Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp.*, 73 A.3d 934 (Del. Ch. 2013).

²⁴ W. T. ALLEN *et al.*, *op. cit.* alla nota 4, p. 447.

²⁵ L'unico caso in cui le corti sono state ferme e unanime nel negare la validità di clausole presenti nei documenti sociali è quello di *bylaws* che limitino la possibilità del Consiglio di amministrazione di rimuovere la *poison pill* (ossia una misura difensiva che permette di diluire le partecipazioni sociali di azionisti che acquisiscano più del 10-15% delle azioni permettendo a tutti gli altri azionisti di acquistare le restanti azioni alla metà del prezzo rispetto a quello di mercato). Le restrizioni alla rimozione della *poison pill* sono sempre state invalidate dalle corti del Delaware dal momento che esse avrebbero reso pressoché immutabili le posizioni di controllo e potere all'interno della società. V. *Carmody v. Toll Bros., Inc.*, Court of Chancery of Delaware, 24 luglio 1998 723 A.2d 1180; *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro* Supreme Court of Delaware, 31 dicembre 1998 721 A.2d 128.

2.3.2 *Le rinunce ai fiduciary duties*

La maggiore attenzione delle corti (e del legislatore) alla volontà delle parti si manifesta, in una prospettiva di più ampio respiro utile a cogliere con maggiore chiarezza in quadro di insieme, anche nella possibilità che le corti (e il legislatore) sempre più riconoscono alle società di rinunciare, tramite un contratto o tramite i documenti sociali, ai *fiduciary duties*, un qualche cosa che sarebbe stato impensabile anche solo qualche decennio fa²⁶. I *fiduciary duties* sono un aspetto cardine del diritto societario statunitense e che anch'essi, negli ultimi anni, risultino recessivi rispetto all'autonomia contrattuale delle parti private è notevole. La legge permette persino ai documenti sociali di circoscrivere le azioni contro amministratori e soci esercenti il controllo per risarcimento dei danni causati ai soci e alla società ai soli casi in cui il danno sia derivato da una violazione del *duty of loyalty*; infatti, la §102(b)(7) della Delaware General Corporation Law (DGCL) prevede che le parti possano inserire nell'atto costitutivo della società una previsione che limiti e persino elimini la possibilità di intentare azioni di risarcimento del danno contro amministratori e soci di controllo nel caso in cui il danno asserito derivi da violazioni del *duty of care*²⁷. Secondo una logica analoga, la §122(17) della DGCL, inserita con un emendamento del 2000²⁸, permette di inserire nelle *bylaws* (e quindi senza che nemmeno sia necessario un voto dei soci a supporto di tali modifiche) clausole che limitino la possibilità di contestare ai *fiduciaries* (amministratori e soci di controllo) violazioni del *duty of loyalty* nel caso in cui i *fiduciaries* colgano per sé opportunità di cui potrebbe fruire e beneficiare la società^{29,30}.

²⁶ Questa possibilità è ammessa dalla corte in *Pappas v. Tzolis*, Court of Appeals of New York, 27 novembre 2012, 20 N.Y.3d 228.

²⁷ W. T. ALLEN *et al.*, *op. cit.* alla nota 4, pp. 276-77.

²⁸ SENATO DELLO STATO DEL DELAWARE, *Senate Bill No. 363*, 140^a Assemblea Generale, §3.

²⁹ Si coglie quanto sia significativa questa innovazione legislativa solo se si considera la circostanza che tradizionalmente la *loss of corporate opportunity* (che viene in rilievo in ogni caso in cui uno dei *fiduciary* colga per sé un'opportunità, o intraprenda un affare, di cui ben avrebbe potuto beneficiare la società se solo fosse stata portata a conoscenza di tale opportunità o affare) è stata una delle ipotesi di violazioni del *duty of loyalty* più discusse e anche fatte valere in giudizio. La *corporate opportunity doctrine* è stata ampiamente sviluppata dalla giurisprudenza statunitense, che si è soffermata soprattutto sull'individuazione delle opportunità che (a questi fini) appartengono alla società e che i *fiduciaries* potrebbero dunque usurpare. Si veda per esempio *Guft v. Loft Inc.*, 5 A.2d 503, 511 (Del. 1939) o *Broz v. Cellular Info Sys.*, 673 A. 2d 148 (Del. 1996).

³⁰ W. T. ALLEN *et al.*, *op. cit.* alla nota 4, pp. 357-358.

2.4 La deferenza delle Corti statunitensi alla creatività dei privati

Gli esempi forniti, anche se non sempre strettamente legati al tema delle fusioni societarie, ambiscono a suffragare la tesi per cui si riscontra, ormai da anni, una tendenza giurisprudenziale che non sembra destinata a subire inversioni o mutamenti di rotta e per cui si conferisce sempre maggior rispetto a clausole contrattuali e atteggiamenti che siano il frutto dell'autonomia privata. Se, come si è visto, questa tendenza interessa il diritto societario in generale, essa risulta ancora più marcata nel settore delle fusioni, dove pressoché ogni nuova clausola o prassi che venga introdotta dalle parti trova poi un avallo in giurisprudenza e, nonostante possano di tanto in tanto esserci tentennamenti delle corti (perché talvolta la prima impressione è che talune di queste clausole siano confliggenti con i principi fondanti del diritto societario), i giudici finiscono sempre per ammettere queste nuove clausole, anche nei casi in cui la loro compatibilità con il sistema giuridico che fa da sfondo può sembrare imperfetta o non immediata.

3. Il possibile intervento delle autorità pubbliche

3.1 L'intervento della Federal Trade Commission nell'ambito del merger control

Se le innovazioni, nel diritto societario statunitense, germogliano spesso dall'inventiva dei privati, non altrettanto significativo è il ruolo propulsivo che può essere riconosciuto alle autorità antitrust del medesimo ordinamento. E questo non tanto perché tali organismi manchino di autorevolezza o siano in qualche modo troppo distanti dalla realtà delle società che concretamente operano nel mercato, ma più che altro per via delle caratteristiche proprie del sistema statunitense. Al riguardo, oltre alle già menzionate caratteristiche di un sistema di *common law* (nel quale, con ben più facilità di quanto possa avvenire in un sistema di *civil law* la creatività dei privati può essere valorizzata dalla giurisprudenza e in ultima istanza finire per conformare il diritto), giocano un ruolo fondamentale i poteri riconosciuti alle autorità antitrust in ambito di *merger control*, nonché, più in generale, la concezione statunitense (e propria in generale del mondo anglosassone) per cui è vista con insofferenza una ingerenza eccessiva delle autorità amministrative nei confronti degli operatori economici³¹. E, del resto, le prerogative delle

³¹ M. CLARICH, *op. cit.* alla nota 44 del Capitolo II, pp. 32-33.

autorità antitrust statunitense e il loro ruolo nelle procedure di *merger control* riflettono fedelmente tale concezione.

3.1.1 Le differenze fondamentali tra autorità antitrust in Europa e negli Stati Uniti

Si possono considerare *in primis* delle evidenze empiriche e statistiche, per avere una prima idea del diverso atteggiamento che hanno, sulle due sponde dell'Atlantico, le autorità antitrust chiamate a valutare una concentrazione. Innanzitutto, la percentuale³² delle concentrazioni notificate all'autorità antitrust che subiscono uno scrutinio approfondito, è nettamente superiore in Europa che negli Stati Uniti, e questo dato risulta costante negli anni.

Un altro dato che può essere interpretato come indicativo della maggiore incisività dell'azione della Commissione e delle autorità antitrust degli Stati membri dell'UE ha a che fare con il livello di interlocuzione fra le parti della concentrazione e l'autorità antitrust. Infatti, nell'Unione Europea si innesca sin da subito (in particolare, sin dalla prima fase dello scrutinio) un dialogo, un confronto tra la Commissione e le società che intendono dar luogo alla concentrazione, in maniera tale che la Commissione possa in qualche modo conformare la concentrazione (e l'ente da essa risultante) già dalle mosse iniziali della procedura di *merger control*; tale dialogo può portare alla stesura di impegni tali da consentire l'approvazione della concentrazione che si avrà, a seconda dei casi, a seguito della prima o della seconda fase dello scrutinio³³. Similmente, in Italia le imprese interessate possono proporre all'AGCM degli impegni al rispetto dei quali intendono vincolarsi³⁴. Lo scambio di informazioni ed idee fra l'autorità antitrust e le società

³² Questo dato vale se, per individuare quali concentrazioni siano sottoposte a uno scrutinio approfondito, si considerano, per quanto riguarda l'Unione Europea, sia le procedure di scrutinio che giungono alla seconda fase di analisi (non avendo ricevuto il *placet* della Commissione UE durante la prima fase) sia quelle che, pur essendo state terminate durante la prima fase, si sono concluse con un'approvazione della concentrazione condizionata all'assunzione di impegni da parte delle società coinvolte; per quanto riguarda gli Stati Uniti, si considerino le procedure di *merger control* in cui l'autorità competente avanza una seconda richiesta di informazioni. Per una più approfondita analisi critica dei dati statistici, v. M. A. BERGMAN, M. B. COATE, M. JAKOBSSON, S. W. ULRICK, *Merger Control in the European Union and the United States: Just the Facts*, in *European Competition Journal*, 2011, pp. 89-125.

³³ V. *supra* §4.1.1 Cap. I. Il dialogo cui ci si riferisce qui è finalizzato all'individuazione di impegni che permettano l'approvazione, ancorché condizionata, della concentrazione. Gli impegni possono essere proposti dalle parti e la Commissione li esaminerà per valutare se adottarli o meno, v. Reg. (CE) 139/2004, artt. 6§2, 8§2 rispettivamente in materia di impegni di fase uno e impegni di fase due.

³⁴ Art. 14-ter l. 287/1990.

coinvolte nella concentrazione risulta attenuato negli Stati Uniti, dal momento tale interlocuzione è rilevante solo durante la seconda fase della procedura, seconda fase che è eventuale (subordinata per l'appunto a una *second request* avanzata dal DOJ o dalla FTC nel caso in cui essi dovessero aver ritenuto la concentrazione oggetto di notifica potenzialmente lesiva per la concorrenza) e alla quale si arriva in un novero estremamente ristretto di casi³⁵.

3.1.2 Gli strumenti a disposizione delle autorità antitrust d'oltreoceano per inibire la concentrazione

Un'ulteriore differenza che rileva ai fini del discorso è il diverso ruolo che hanno le autorità antitrust per quanto riguarda la possibilità di inibire la consumazione della concentrazione. Questo potere rientra infatti fra le prerogative della Commissione, ma esula da quelle del DOJ e della FTC. Queste ultime possono solo ricorrere avverso la concentrazione rivolgendosi alla corte federale competente e sarà essa eventualmente e all'esito di un procedimento giudiziale, a bloccare la concentrazione (nel caso in cui condivida le allegazioni dell'autorità ricorrente per cui la concentrazione è potenzialmente lesiva per la concorrenza). A dire il vero, l'intera procedura di *merger control* negli Stati Uniti non mira (dal punto di vista delle società che intendono dar luogo alla concentrazione) ad ottenere l'approvazione della fusione da parte dell'autorità antitrust competente, ma a far sì che l'autorità non sollevi perplessità rispetto all'operazione. In altre parole, oltreoceano che le procedure in esame abbiano un esito positivo per le società coinvolte vuol dire che l'autorità non ha formulato una *second request* (per ottenere ulteriori documenti e informazioni circa la fusione) o che, nel caso

³⁵ Il report annuale in materia di *merger control* redatto da DOJ e FTC illustra come, annualmente, la percentuale di concentrazioni sottoposte a uno scrutinio più approfondito (definito nei termini di cui alla nota sopra) rispetto al totale delle operazioni oggetto di notifica oscilla intorno al 3% (o meglio, a un valore di superiore ma comunque inferiore al 3,5%) negli ultimi 10 anni, un dato che è coerente con i dati riferibili alle due decadi precedenti (durante le quali era grossomodo la stessa la percentuale di concentrazioni sottoposte a *second request* sul totale di concentrazioni notificate al DOJ o alla FTC). Tra l'altro, negli ultimi anni questo valore percentuale è diminuito sensibilmente. V. FEDERAL TRADE COMMISSION e DEPARTMENT OF JUSTICE, *Hart-Scott-Rodino Annual Report, Fiscal Year 2022*; e anche FEDERAL TRADE COMMISSION e DEPARTMENT OF JUSTICE, *Hart-Scott-Rodino Annual Report Fiscal Year 2012*; FEDERAL TRADE COMMISSION e DEPARTMENT OF JUSTICE *Hart-Scott-Rodino Annual Report Fiscal Year 2003* per un confronto del dato citato con il dato corrispondente riferibile alle decadi precedenti.

in cui la *second request* vi sia stata, l'autorità non abbia contestato, davanti ad una corte federale, la concentrazione.

3.1.2.1 Cenni storici

Se si riflette brevemente sulle caratteristiche fondanti del sistema giuridico statunitense (un sistema di *common law*), sul ruolo cardine che hanno avuto e tuttora hanno le corti nella creazione del diritto, sulla generale e diffusa diffidenza delle parti private nei confronti di un eccessivo interventismo, in ambito economico ed imprenditoriale, dello Stato (in tutte le sue articolazioni, comprese le autorità amministrative indipendenti) l'incapacità del DOJ e della FTC di bloccare una concentrazione non dovrebbe stupire. La stessa strada che ha portato all'affermazione del ruolo delle autorità antitrust (e delle altre autorità amministrative indipendenti ed agenzie) negli Stati Uniti è stata accidentata: quando infatti, all'indomani della Crisi del 1929, per superare la Crisi stessa il Governo Federale iniziò ad istituire numerose autorità amministrative indipendenti per favorire la ripresa economica del paese (nell'ambito del cd. *New Deal*, ossia il programma legislativo statunitense per favorire la ripresa economica), fu sollevata più volte la questione della legittimità costituzionale delle autorità, questione che fu anche più volte accolta dalla Corte Suprema nei primi anni '30, e la tensione culminò in uno scontro istituzionale fra l'allora presidente F. D. Roosevelt (il cui governo aveva istituito numerose nuove autorità e agenzie) e la Corte Suprema (che invece aveva più volte, in quegli anni, dichiarato l'incostituzionalità della legislazione che istituiva e delineava i poteri delle autorità e agenzie), nel quale il Presidente annunciò che avrebbe aumentato il numero dei componenti della Corte Suprema in maniera tale da costituire, in seno alla stessa Corte una maggioranza di giudici favorevoli alle riforme del *New Deal*. La misura annunciata non si rese necessaria dal momento che la Corte Suprema mutò atteggiamento rispetto alle innovazioni legislative del *New Deal* e smise di dichiararne l'incostituzionalità³⁶. Tuttavia, solo al termine della guerra le tensioni istituzionali risultarono del tutto appianate, con l'emanazione, da parte del Congresso, dell'*Administrative Procedure Act* del 1946, il quale contiene, fra le altre, numerose previsioni che sottopongono l'attività

³⁶ Questo cambiamento viene anche descritto come “*the switch in time that saved the nine*”, ossia il mutamento giurisprudenziale, da parte della Corte Suprema, che impedì che venisse aumentato il numero dei componenti della Corte stessa, che rimase dunque pari a nove. B. W. JOONDEPH, *Constitutional Law Structure and Principles*, 2023, p. 165.

delle autorità amministrative indipendenti e delle agenzie a un intenso controllo giurisdizionale. Si ritiene che proprio tale controllo giurisdizionale fu uno dei fattori determinanti nel legittimare, agli occhi dell'opinione pubblica e della dottrina e giurisprudenza più critiche, il ruolo e i poteri delle autorità amministrative indipendenti³⁷.

3.1.2.2 Il dibattito attuale

Queste tensioni e resistenze nei confronti delle autorità amministrative indipendenti negli Stati Uniti hanno ancora oggi un eco nel dibattito dottrinale e (proprio nell'ultimo anno) anche giurisprudenziale. Infatti, vi è tutto un movimento, oggi, volto a contestare la legittimità costituzionale delle autorità indipendenti, su diverse basi. Per esempio, vi è chi ha sostenuto³⁸ che tutti gli obblighi di trasparenza e informativa che sono imposti dalla Securities and Exchange Commission (SEC, autorità che vigila sui mercati finanziari e sull'operato delle società quotate) alle società quotate violino la libera espressione delle società stesse, tutelata dal Primo Emendamento della Costituzione³⁹; tali teorie, dibattute da anni, hanno più di recente trovato un avallo giurisprudenziale, in una sentenza⁴⁰ pronunciata da una corte federale, nella quale si è detto che costituisce una violazione della libertà di espressione della società (sostanzandosi tale violazione in una forma di *compelled speech*, ossia una dichiarazione il contenuto del quale è imposto dall'autorità)

³⁷ V. M. CLARICH, *op. cit.* alla nota 44 del Capitolo II, pp. 33.

³⁸ V. per esempio *Business Roundtable, et al. v. SEC*, No. 10-1305 (D.C. Cir. 2011), caso nel quale il ricorrente (la Business Roundtable) ha contestato la regola introdotta dalla SEC che, se soddisfatte alcune condizioni, riconosceva agli azionisti il diritto di avanzare proposte per mutare la *governance* societaria sugli stessi documenti contenenti le proposte degli amministratori (e tutti questi documenti devono, secondo la legge federale, essere stilati e poi distribuiti agli azionisti delle società quotate in vista dell'assemblea dei soci). Fra le altre allegazioni, il ricorrente aveva sostenuto come la regola imponesse alla società un determinato contenuto del documento sociale contenente le proposte degli amministratori, il che avrebbe violato i diritti riconosciuti (anche alle società, v. nota successiva) dal Primo Emendamento. Il caso è stato analizzato dalla corte del DC Circuit a Washington, che non si è pronunciata sul merito della questione di costituzionalità dal momento che ha invalidato la regola su altre basi, ma il caso creò scalpore e da allora la SEC si è ben guardata dall'introdurre regole simili che andassero a conformare, più o meno intensamente, il contenuto dei documenti sociali, probabilmente perché conscia del fatto che, se una questione del genere si fosse presentata nuovamente, fosse concreto il rischio che la questione di costituzionalità venisse accolta.

³⁹ Quasi tutti i diritti e le libertà fondamentali che la Costituzione degli Stati Uniti d'America riconosce testualmente alle persone fisiche sono stati estesi alle *corporations* dalla giurisprudenza della Corte Suprema, a partire dalla storica sentenza *Santa Clara County v. Southern Pacific R. Co.*, 118 U.S. 394 (1886). Il *right to free speech*, equivalente alla nostra libertà di espressione, rientra fra i diritti e libertà che possono vantare anche le *corporation*, v. *Citizens United v. FEC*, 558 U.S. 310 (2010), e comprende sia il diritto ad esprimere liberamente l'opinione della società che il diritto a non subire imposizioni governative per quanto riguarda il contenuto delle dichiarazioni e dei discorsi rilasciati dalla *corporation* e dai suoi esponenti.

⁴⁰ *National Association of Manufacturers v. SEC* (NAM III), 800 F.3d 518, 519–24 (D.C. Cir. 2015).

l'obbligo imposto alla SEC alle società quotate di imporre sui loro prodotti un'etichetta che indica se il prodotto fosse stato o meno fabbricato con materie provenienti da aree afflitte da conflitti armati.

Per quanto concerne, più specificamente, le autorità antitrust, il dibattito circa la legittimità costituzionale delle loro strutture e procedure riguarda *in primis* i procedimenti paragiurisdizionali interni alla FTC e la loro compatibilità con l'Art. III della Costituzione statunitense⁴¹, il quale fonda il potere giurisdizionale delle corti federali ed è stato interpretato dalla Corte Suprema nel senso di sottoporre alla giurisdizione di tali corti le questioni che coinvolgano le tre libertà assolute di vita, libertà e proprietà^{42,43}. Si è anche argomentato che la struttura della FTC e il modo in cui sono condotti i procedimenti antitrust siano in tensione con i principi del giusto processo⁴⁴ e della separazione dei poteri⁴⁵. Va aggiunto che tali diritti e le libertà fondamentali, sottesi alle disposizioni costituzionali di volta in volta invocate dai critici delle autorità antitrust, sono riconosciuti anche alle società e non solo alle persone fisiche, secondo una giurisprudenza costante e plurisecolare della Corte Suprema⁴⁶.

Era da tempo che argomenti del genere venivano sollevati sia in dottrina⁴⁷ che nell'ambito dei procedimenti delle autorità antitrust⁴⁸, ma molto di recente essi sono stati fatti propri anche dalla Corte Suprema⁴⁹, la quale ha affermato come le *district courts*, ossia le corti federali di primo grado, siano munite di giurisdizione nei procedimenti riguardanti la legittimità costituzionale delle autorità amministrative indipendenti (e, nel caso di specie,

⁴¹ U.S. Const. art. III, § 1.

⁴² Secondo la formula *life, liberty, and property*, cristallizzata anche nel XIV Emendamento.

⁴³ V. C. MINERVA, C. DWINELL, *Recent Challenges to FTC Constitutionality: Surveying the Landscape*, in *Antitrust Magazine*, vol. 38, n. 2, 2024.

⁴⁴ Per come articolati dalla cd. *Due Process Clause* del V Emendamento.

⁴⁵ Queste sono state, per esempio, le difese di alcune società sottoposte a procedure di *merger control* (distinte fra loro) condotte dalla FTC la quale, dopo una prima analisi delle fusioni per incorporazione che le società in questione, aveva ritenuto che tali concentrazioni potessero pregiudicare la concorrenza nei mercati di riferimento. V. FEDERAL TRADE COMMISSION, *Answers and Defenses of Respondent Novant Health, Inc.*, FTC Docket No. 9425 (8 febbraio 2024); FEDERAL TRADE COMMISSION, *Respondent's Answer and Affirmative Defenses*, FTC Docket No. 9411 (agosto 2022).

⁴⁶ *Santa Clara County*, 118 U.S. (1886).

⁴⁷ Per esempio, da R. A. EPSTEIN, *Why the Modern Administrative State Is Inconsistent with the Rule of Law*, in *New York University Journal of Law and Liberty*, 2008, pp. 491-515.

⁴⁸ V. *supra* la nota 45.

⁴⁹ In *Axon Enters., Inc. v. FTC*, 598 U.S. 126 (2023).

parti resistenti erano la FTC e la SEC⁵⁰) e possano conoscere delle questioni di costituzionalità sollevate (e pronunciarsi sulle stesse) anche nel caso in cui non si siano ancora conclusi i procedimenti amministrativi (coinvolgenti le parti ricorrenti) innanzi all'autorità indipendente⁵¹. Come è stato osservato⁵², solo apparentemente la questione qui decisa è arcana e puramente processuale, dal momento che la decisione della Corte facilita immensamente la possibilità per le parti private (sottoposte a procedimenti condotti dalla FTC o dalla SEC) di contestare la conformità a costituzione delle regole fondanti le autorità indipendenti, dal momento che le parti non dovranno più attendere che il procedimento davanti all'autorità amministrativa giunga a conclusione per potere adire il giudice federale (e sollevare questioni di legittimità costituzionale)⁵³. Con riguardo alla FTC, si prevede che la decisione della Corte faciliterà i ricorsi di costituzionalità per violazione dei principi del giusto processo, sia per quanto concerne certi aspetti della procedura di *merger control* (come, per esempio, le regole che suddividono le competenze in materia di FTC e DOJ) che per quanto riguarda le figure degli Administrative Law Judges operanti nella FTC⁵⁴.

Va notato che la decisione della Corte è stata unanime, il che non accade di frequente, specie con riguardo alle questioni che sottendo dibattiti complessi e di ampio respiro, come quello in esame. Inoltre, suscita interesse l'opinione del Giudice Thomas espressa nella sua opinione concorrente, nella quale egli esprime seri dubbi sulla validità costituzionale delle leggi federali con cui il Congresso attribuisce alle autorità amministrative indipendenti il potere di decidere in materia di "*private rights*" (un novero di diritti che ricomprende anche i diritti alla vita, libertà e proprietà, come viene chiarito), e avanza la sua opinione per cui, quando vengono in rilievo diritti di questo tipo, sono

⁵⁰ Due giudizi originariamente separati sono stati poi consolidati dal momento che la questione di diritto ad essi sottesa era la medesima.

⁵¹ V. E. NELSON, *Supreme Court's 9-0 Ruling Paves Way for Constitutional Challenges to Administrative Proceedings*, in Holland & Knight SECond Opinions Blog, 18 aprile 2023, <https://www.hklaw.com/en/insights/publications/2023/04/supreme-courts-90-ruling-paves-way-for-constitutional-challenges>, consultato l'1 settembre 2024; L. BREED, C. LOUGHLIN, J. OTTENBERG, *U.S. Supreme Court clears the way for constitutional challenges to FTC, SEC*, in Hogan Lovells, 20 aprile 2023, <https://www.jdsupra.com/legalnews/u-s-supreme-court-clears-the-way-for-2604700/>, consultato l'1 settembre 2024.

⁵² R. L. GLICKSMAN, R. E. LEVY, *Adjudicating the Future of Agency Adjudication*, in *Administrative and Regulatory Law News*, 2022.

⁵³ L. BREED, C. LOUGHLIN, J. OTTENBERG, *op. cit.* alla nota 51.

⁵⁴ V. *supra* la nota 53.

probabilmente le corti federali a doversi pronunciare⁵⁵. Alcuni interpreti hanno avanzato l'ipotesi per cui l'opinione del Giudice Thomas potrebbe essere sintomatica di un nuovo orientamento della Corte Suprema in materia di questioni di legittimità costituzionali concernenti le autorità amministrative indipendenti⁵⁶, orientamento più fedele alla lettera della costituzione e quindi presumibilmente più rigido nel valutare le questioni di costituzionalità.

3.1.3 L'improbabilità di un intervento delle autorità antitrust statunitensi

Considerando sia quella che è stata la vicenda (a tratti tesa e travagliata) che ha portato all'affermarsi della legittimazione delle autorità amministrative indipendenti negli Stati Uniti d'America, e soprattutto considerando il quadro attuale, risulta arduo immaginare come le autorità antitrust di oltreoceano possano avere un ruolo determinante nell'improntare le concentrazioni societarie a un maggior rispetto dei parametri di sostenibilità. E questo non solo per la tradizionale affermazione per cui negli Stati Uniti, come si è visto, vi è da sempre una maggiore insofferenza nei confronti dell'interventismo dello Stato e delle sue articolazioni in ambito economico ed imprenditoriale, ma anche per via della tendenza, che si è riscontrata proprio negli ultimissimi anni, a mettere in discussione sempre di più la legittimità costituzionale delle autorità. Inoltre, la recentissima pronuncia (del 2023)⁵⁷ della Corte Suprema che estende la possibilità di contestare la legittimità costituzionale delle autorità amministrative e dei loro poteri si inserisce con decisione in questa tendenza e, come si è visto, apre le porte ad una procedura più celere e meno onerosa per contestare la costituzionalità delle leggi che disciplinano le autorità indipendenti, la quale, secondo diversi interpreti⁵⁸, esporrà le stesse (e le loro strutture e prerogative) a uno scrutinio di costituzionalità più frequente (e forse anche più rigido) di quanto non fosse in passato.

Il dibattito su tale legittimità va inevitabilmente ad intaccare la legittimazione delle stesse autorità antitrust, poiché le perplessità sulla conformità a costituzione delle autorità indipendenti (e dunque anche di quelle antitrust) provengono da ogni fronte: dalla dottrina, dalla giurisprudenza (anche della Corte Suprema), e dalla società civile (in

⁵⁵ JUSTICE C. THOMAS, opinione concorrente in *Cochran v. SEC*, 585 U.S. (2018).

⁵⁶ V. E. NELSON, *op. cit.* alla nota 51.

⁵⁷ *Axon Enters.*, 598 U.S.

⁵⁸ V. E. NELSON, *op. cit.* alla nota 51; L. BREED, C. LOUGHLIN, J. OTTENBERG, *op. cit.* alla nota 51.

particolare dalle società che, con i loro avvocati, sempre più spesso contestano⁵⁹, nell'ambito di procedure di *merger control* la legittimità costituzionale del procedimento e della struttura della FTC).

Pertanto, sembra che non si possa discutere di integrare l'attenzione ai parametri di sostenibilità nelle procedure di *merger control* davanti alle autorità antitrust, e questo anche perché, in un contesto in cui risulta messa in discussione la stessa legittimità costituzionale delle stesse, sarebbe paradossale auspicare di ampliarne le prerogative. Certo, se lo si potrebbe anche fare in via legislativa, ma a parte il fatto che potrebbe mancare la volontà politica di far ciò⁶⁰, una riforma del genere si potrebbe trovare esposta a censure di costituzionalità all'indomani della sua emanazione, e sarebbe anche piuttosto incompatibile con il ruolo e i compiti che le autorità antitrust hanno nel sistema statunitense.

3.2 Il possibile intervento legislativo o regolamentare

Alla luce di quanto discusso, rimane da chiedersi se non sia immaginabile un intervento del legislatore statunitense per valorizzare i parametri ESG nel contesto delle operazioni societarie straordinarie. Ripercorrendo brevemente la legislazione ad oggi esistente negli Stati Uniti che collega sostenibilità e diritto societario, si nota che i tentativi del legislatore in questo ambito sono stati meno frequenti e meno decisi rispetto a quelli dei legislatori europei (di l'Unione Europea e stati membri)⁶¹.

L'ambito in cui l'intervento legislativo è stato più significativo (al meno dal punto di vista quantitativo), è sicuramente quello della tutela dell'ambiente.

L'attuale amministrazione presidenziale e il Congresso alle spalle di essa hanno senz'altro determinato un'inversione di rotta, in materia di sostenibilità ambientale, rispetto alle politiche della precedente amministrazione, la quale aveva, fra le altre cose, ridotto il rigore degli standard e dei limiti alle emissioni inquinanti applicabili ai privati statunitensi⁶², negato in diverse occasioni la possibilità per gli stati federati di imporre

⁵⁹ V. *supra* nota 45.

⁶⁰ V. *infra* §3.2.3.

⁶¹ V. *supra* §2.2.3 e §3.6 del Cap. II, in tema, rispettivamente, di DMA e art. 16 co. 1-*bis* della l. 287/1990.

⁶² Per esempio, mediante l'abrogazione di legislazioni esistenti (per esempio il *Clean Power Plan*) che fissavano dei limiti all'emissione di gas serra nel settore della produzione di energia elettrica e sostituzione

limiti più stringenti⁶³ e determinato il ritiro degli Stati Uniti dall'accordo di Parigi del 2015^{64,65}. All'indomani dell'inizio del mandato presidenziale, l'attuale Presidente ha reso nuovamente gli Stati Uniti parte dell'Accordo di Parigi⁶⁶ e ha adottato una serie di ordini esecutivi per mitigare i cambiamenti climatici⁶⁷, rendere la tutela dell'ambiente centrale nella politica interna ed estera⁶⁸, e indirizzare l'azione delle agenzie governative e delle autorità amministrative indipendenti nel senso della promozione dell'energia pulita^{69,70}.

Una particolare vicenda, che ha specificamente a che fare con la rendicontazione di sostenibilità delle società, risulta particolarmente emblematica della complessità (e non sicura efficacia) di un intervento legislativo volto a dare maggior spazio ai parametri ESG anche nell'ambito del diritto societario. È la vicenda relativa alla tentata emanazione del *Disclosure Simplification Act* del 2021⁷¹ e all'entrata in vigore di una regola della SEC⁷².

delle stesse con altre (*Affordable Clean Energy Rule*) che stabilivano limiti più blandi. U.S. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY, *Repeal of the clean power plan; existing guidelines for greenhouse gas emissions from existing electric utility generating units; revisions to emission guidelines implementing regulations*, in *Federal Register* 84, 32,520–32,584, 2019. È accaduto un qualcosa di simile anche per quanto riguarda i limiti alle emissioni di gas serra degli autoveicoli, v. U.S. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY, *Mid-term evaluation of greenhouse gas emissions standards for model year 2022-2025 light-duty vehicles*, in *Federal Register* 83, 16,077–16,087, 2018.

⁶³ Come è avvenuto per quanto riguarda l'abrogazione di una previsione legislativa federale che permetteva allo Stato della California di imporre limiti più rigorosi alle emissioni dei veicoli, v. U.S. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY e NATIONAL HIGHWAY TRAFFIC SAFETY ADMINISTRATION, *The safer affordable fuel-efficient (SAFE) vehicles rule part one: One national program*, in *Federal Register* 84, 51,310–51,363, 2018.

⁶⁴ Gli accordi di Parigi fissano obiettivi per il contrasto ai cambiamenti climatici, il più noto e centrale dei quali consiste nel limitare a 1,5 °C l'aumento della temperatura media globale (rispetto alla temperatura media globale dell'epoca preindustriale).

⁶⁵ R.K. CRAIG, *Climate adaptation law and policy in the United States*, in *Frontiers in Marine Science*, 2023, ripercorre i differenti approcci degli ultimi tre Presidenti (e delle relative amministrazioni) che si sono succeduti nel governo degli Stati Uniti.

⁶⁶ A.J. BLINKEN, *Press statement: The United States officially rejoins the Paris agreement*, comunicato stampa del 19 febbraio 2021.

⁶⁷ Come per esempio J. BIDEN, *Executive Order 13990, Protecting Public Health and the Environment and Restoring Science to Tackle the Climate Crisis*, in *Federal Register*, vol. 86, pp. 7037–7043, 20 gennaio 2021.

⁶⁸ V. J. BIDEN, *Executive order 14008–tackling the climate crisis at home and abroad*, in *Federal Register* 86, 7619–7633, 27 gennaio 2021.

⁶⁹ J. BIDEN, *Executive order 14057–catalyzing clean energy industries and jobs through federal sustainability*, in *Federal Register*, 86, 71047–71070, 9 dicembre 2021.

⁷⁰ I. ANGHELESCU, *A guide to international sustainability regulations*, in *EW Nutrition*, 4 settembre 2023, <https://ew-nutrition.com/guide-sustainability-regulations/>, consultato l'1 settembre 2024.

⁷¹ HOUSE OF REPRESENTATIVES, 1187, *The ESG Disclosure Simplification Act of 2021*.

⁷² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, SEC Rule, 89 Fed. Reg. 21668, 21670, 13 aprile 2024.

3.2.1 Il Disclosure Simplification Act del 2021

Nel febbraio 2021 è stata avanzata nella House of Representatives una proposta di legge (che, se divenisse legge, avrebbe il nome di *Disclosure Simplification Act*) con lo scopo di imporre alle società quotate in borsa obblighi di comunicazione rispetto alla loro *performance* in materia di sostenibilità. Le comunicazioni di sostenibilità dovrebbero essere, nello schema della proposta legislativa, rivolte *in primis* agli azionisti e alla SEC, ma avrebbero anche lo scopo di mettere al corrente terzi potenziali investitori di quello che è il livello di attenzione ai parametri ESG della società operante la comunicazione. L'attuazione di queste misure sarebbe demandata alle SEC, che dovrebbe elaborare metriche di dettaglio per consentire alle società interessate di realizzare un'adeguata rendicontazione di sostenibilità. Si istituirebbe infine un comitato consultivo che, fra le altre cose, dovrebbe indirizzare la SEC per facilitare il fluire dei capitali verso investimenti sostenibili⁷³. La proposta di legge è stata introdotta (e poi approvata, dalla House of Representatives, nel giugno del 2021, anche se ad oggi non ha ancora ricevuto l'approvazione del Senato), in considerazione della crescente domanda, da parte degli investitori, di una maggiore trasparenza e di più intense comunicazioni in materia di sostenibilità⁷⁴, che già da qualche anno ha spinto molte società ad avvalersi di sistemi di *disclosure* volontaria in tema di ESG⁷⁵, conformandosi a diversi sistemi di rendicontazione, come, esempio, quelli fissati dal Sustainability Accounting Standards Board (SASB) o dalla Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD). Tali comunicazioni spontanee da parte delle società sono state, tuttavia, ritenute inadeguate dagli investitori, che sempre più di frequente lamentano una difficoltà nel comparare i dati ESG riferibili alle diverse società quando le stesse si avvalgono di parametri di disclosure diversi e anche la possibilità per le società, non vincolate alla *disclosure*, di omettere alcune informazioni fondamentali per ricostruire la posizione di sostenibilità della società stessa.

⁷³ V. *supra* nota 71.

⁷⁴ Samantha M. MARIANI, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Matters: Can the SEC Mandate Disclosure? Should the SEC Mandate Disclosure?*, in *Notre Dame Journal of Law, Ethics, and Public Policy*, 2023, pp. 369-395.

⁷⁵ V. C. M. CLARKIN, M. SAWYER, J. L. LEVIN, *The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 22 giugno 2020, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/22/the-rise-of-standardized-esg-disclosure-frameworksin-the-united-states>, consultato l'1 settembre 2024, che illustra sinteticamente i criteri di rendicontazione di cui più di frequente si avvalgono coloro che volontariamente svelano la loro performance di sostenibilità.

Tali problematiche dovrebbero essere risolte nel caso in cui la proposta di legge dovesse essere approvata anche dal Senato. Tuttavia, ad oggi la proposta di legge risulta arenata in Senato da ormai più di tre anni, e il suo divenire legge non è certo. Vi sono infatti certi elementi che fanno dubitare che vi sarà un'approvazione da parte del Senato: innanzitutto la circostanza che, nella House of Representatives, la proposta di legge sia stata approvata con una sparuta maggioranza (una differenza di un solo voto, 215 voti a sostegno e 214 voti contrari)⁷⁶; poi la circostanza che la proposta non abbia ricevuto, nella House of Representatives, alcun supporto da parte degli esponenti del Partito Repubblicano (infatti, tutti i voti a sostegno sono provenuti dai Democratici e la quasi totalità dei voti contrari dai Repubblicani)⁷⁷; infine, considerata la posizione finora dimostrata dal Partito Repubblicano rispetto alla proposta, non costituisce una previsione audace l'affermazione che, se i Repubblicani dovessero vincere le imminenti elezioni del 5 novembre 2024, risulterebbe quantomai improbabile l'approvazione della proposta in legge⁷⁸.

3.2.2 Una nuova rule della SEC per garantire una migliore rendicontazione di sostenibilità

È invece diventata vincolante una *rule* della SEC, sempre in tema di *disclosure* di sostenibilità. Le *rules* emanate dalle autorità amministrative indipendenti rientrano fra le fonti secondarie del diritto statunitense, subordinate alla legge e che hanno lo scopo di specificare o dare attuazione alla legge stessa⁷⁹.

La *rule*, in estrema sintesi, impone alle società quotate obblighi di trasparenza e di rendicontazione di sostenibilità, consistenti in particolare nell'esposizione di rischi legati al clima (*climate-related risks*, nel linguaggio della regolamentazione⁸⁰) che incombono

⁷⁶ P. J. PAUL, *The ESG Train Is Coming: Next Stop-Disclosure Requirements*, in *Natural Resources and Environment*, ABA, 2022, p. 48.

⁷⁷ CONGRESSO DEGLI STATI UNITI, 167 CoNG. REC. H2863, Congressional Record del 16 giugno 2021.

⁷⁸ L'esito di tali elezioni risulta ad oggi altamente incerto, dal momento che, per gran parte della campagna elettorale, i sondaggi hanno mostrato un lieve scarto fra i candidati repubblicano e democratico. Fonte: *Harris vs Trump: i grafici per capire il voto*, in *il Sole24Ore*, 1 settembre 2024 <https://lab24.ilsole24ore.com/elezioni-usa/>, consultato l'1 settembre 2024.

⁷⁹ J.C. DERNBACH, *op. cit.* Alla nota 1, pagina 12.

⁸⁰ Tali rischi vengono descritti dalla SEC come gli impatti negativi, effettivi o potenziali, delle condizioni ed eventi climatici sui bilanci consolidati, sulle operazioni aziendali o sulle catene di valore di una società. v. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, in 17 CFR 210, 229, 232, 239, and 249 [Release Nos. 33-11042; 34-94478; File No. S7-10-22] RIN 3235-AM87, §II. B 1.

sulla società; nella spiegazione dei sistemi di cui la società si avvale per monitorare e amministrare detti rischi; nella descrizione dell'impatto potenziale dei *climate-related risks* sull'attività economica della società; nell'illustrazione dei procedimenti istituiti dalla società per la rilevazione ed il contenimento di tali rischi e del modo in cui questi procedimenti interagiscono con altri assetti istituiti dalla società per contenere rischi di altro tipo; nella descrizione del come gli eventi climatici avversi abbiano impattato i bilanci della società; nella dichiarazione delle emissioni di gas serra prodotti dalla società; nella descrizione degli obiettivi di sostenibilità che la società si è posta⁸¹. Tali informazioni devono essere riportate nei documenti che periodicamente le società rilasciano alla SEC.

Vi sono due aspetti fondamentali da mettere in rilievo per comprendere quale sia l'idea dell'opinione pubblica e della dottrina circa questa regola: il primo ha a che fare con l'*iter* che ha portato all'approvazione della versione finale della *rule*, il secondo con le censure di costituzionalità mosse nei confronti di essa all'indomani della sua emanazione.

3.2.2.1 La complessa genesi della rule

Quando la *rule* non era ancora definitiva (ed era, per così dire, ancora una proposta di regolamentazione)⁸², vi sono state reazioni polarizzate rispetto ad essa.

Vi è stato chi ha accolto con entusiasmo la regola, già solo da quando essa era ancora allo stadio di *proposed rule*, per diverse ragioni. Si è *in primis* ritenuto che essa potesse fornire una prima efficace risposta regolamentare alle impellenti minacce poste dai cambiamenti climatici; si è guardato con favore alla circostanza che anche a livello federale, negli Stati Uniti, venissero introdotti sistemi di rendicontazione di sostenibilità, similmente a quanto

⁸¹ V. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *ivi*, § I E 1.

⁸² Va specificato infatti che, prima di essere rilasciate nella loro versione finale (che è anche poi la versione vincolante della regola stessa) le *rules* della SEC e degli altri apparati esecutivi sono pubblicate in una prima versione, come proposte di regolamentazione (*proposed rules*). La proposta viene dunque divulgata mediante pubblicazione sul *Federal Register* (la rivista ufficiale del governo federale) e oggi anche *online* per consentire al pubblico (esponenti della società civile, quindi individui e organizzazioni private, comprese le società, ma anche rappresentanti politici, membri del Congresso, ed esponenti della dottrina giuridica statunitense) di formulare commenti circa la regolamentazione proposta. I commenti servono all'ente governativo che ha formulato la *proposed rule* per capire quale sia il sentimento generale intorno alla proposta e valutare se sia necessario modificare il contenuto della *rule*, magari perché la stessa non è tecnicamente accurata, o rischia di non essere efficace o eccessivamente onerosa. La versione finale della *rule* sarà il frutto dell'interazione fra il testo della *proposed rule* e dei commenti alla stessa, di cui si tiene conto. V. OFFICE OF THE FEDERAL REGISTER, *A Guide to the Rulemaking Process* per una sintetica descrizione del processo che porta all'approvazione della *rule* e alla sua formulazione finale.

avvenuto nell'Unione Europea con l'approvazione della *Corporate Sustainability Reporting Directive*⁸³; si è detto che proprio quest'ultima direttiva finirà per impattare moltissime imprese statunitensi (dal momento che si è stimato come circa un terzo delle oltre 10.000 imprese non-UE sottoposte agli obblighi di rendicontazione fissati dalla direttiva saranno statunitensi)⁸⁴ e che pertanto la presenza di obblighi di rendicontazione di matrice federale non avrebbe costituito un onere eccessivo per le società d'Oltreoceano (già tenute, su questa sponda dell'Atlantico, a rispettare obblighi simili)⁸⁵; si è infine previsto come una regolamentazione del genere sarebbe stata in grado di favorire la trasparenza, di aiutare a contrastare il fenomeno del *greenwashing* (fenomeno per cui, mediante trovate pubblicitarie e iniziative aventi valenza perlopiù simbolica una società cerca di apparire più rispettosa dei temi di sostenibilità di quanto non sia realmente), soprattutto da parte delle imprese operanti nel settore finanziario, e di implementare il livello di trasparenza in materia ESG delle società, reputato da molti inadeguato⁸⁶.

Vi sono state altrettante voci che si sono levate per criticare, talvolta anche aspramente, la regola prima che venisse approvata. Si è innanzitutto detto che essa avrebbe imposto oneri amministrativi e di rendicontazione eccessivi sulle società, considerando anche che di recente⁸⁷ pure la California ha emanato una legge statale in materia di rendicontazione di sostenibilità, il *Climate Accountability Package*, composto dal *Climate Corporate Data Accountability Act* e dal *Climate-Related Financial Risk act*⁸⁸; si è ritenuto che la *rule* non fosse altro che uno strumento dell'attuale amministrazione per imporre la sua agenda climatica, peraltro eccessivamente onerosa, sulle imprese statunitensi e si è anche sostenuto che, qualora il governo volesse perseguire obiettivi di tutela dell'ambiente, avrebbe dovuto farlo, a legislazione immutata, tramite l'autorità designata (ossia l'EPA,

⁸³ La Direttiva 2022/2464/EU, in materia di rendicontazione obbligatoria di sostenibilità, in vigore dal 5 gennaio del 2023.

⁸⁴ D. HOLGER, *At Least 10,000 Foreign Companies to Be Hit by EU Sustainability Rules*, in *The Wall Street Journal*, 5 aprile 2023.

⁸⁵ Questi argomenti a favore della *proposed rule* sono stati avanzati da diversi esponenti del Partito Democratico, membri della House of Representatives, v. <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022-241359-507282.pdf>.

⁸⁶ Questi possibili effetti della *rule* sono stati invece posti in rilievo da alcuni senatori, membri del Partito Democratico. V. <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022-265199-635822.pdf>.

⁸⁷ Il 7 ottobre 2023.

⁸⁸ Questa critica è stata sollevata da Tom Quaadman, Vicepresidente Esecutivo del *Center for Capital Market Competitiveness*, interno alla Camera di Commercio Statunitense, nel suo commento alla *proposed rule*. V. <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022-308399-793602.pdf>.

Environmental Protection Agency, che ha come compito l'attuazione e la specificazione della legislazione in materia ambientale) e non tramite la SEC⁸⁹; si sono sottolineati anche gli elevati costi che l'ottemperanza con la *rule* avrebbe imposto, talmente onerosi da poter persino fungere da deterrente rispetto alla quotazione per molte società (o da poter spingere alcune società già quotate a cessare di essere tali)⁹⁰; taluni autorevoli giuristi sono arrivati persino a dubitare della legittimità costituzionale della regolamentazione in parola (persino prima della sua emanazione definitiva), dal momento che obblighi di trasparenza e comunicazione eccessivamente ampi, come quelli in esame, costituirebbero una forma di *compelled speech*, vietato dal Primo Emendamento della Costituzione Statunitense, per come interpretato dalla Corte Suprema⁹¹.

Dopo un complesso e a tratti travagliato *iter* durato per oltre due anni, la regolamentazione della SEC è stata approvata definitivamente⁹², con il voto favorevole di tre Commissari della SEC su cinque, e con modifiche, il 6 marzo 2024, imponendo obblighi di *disclosure* più blandi rispetto a quelli contemplati dal testo originario della proposta di regolamentazione⁹³. Tuttavia, come non mancano di notare i più aspri critici della *rule*, l'essenza della stessa è rimasta immutata: infatti, rimane l'imposizione alle società quotate di obblighi di trasparenza e rendicontazione di sostenibilità e dunque permangono anche le critiche e le perplessità sollevate da più parti quando la *rule* era ancora allo stadio di *proposed rule*⁹⁴. In particolare, oggi il dibattito riguardante questa regola e la sua

⁸⁹ Tali perplessità sono state espresse da diversi senatori, esponenti del Partito Repubblicano, v. <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022-374519-903142.pdf>, i quali hanno anche avanzato critiche di più ampio respiro, secondo le quali sarebbe ormai troppo ampio il potere di regolamentazione riconosciuto alle autorità amministrative indipendenti e alle agenzie governative.

⁹⁰ V. nota precedente.

⁹¹ Tale critica è stata mossa, tra gli altri, anche da Tom Quaadman, v. *supra* nota 88, e da un professore della Stanford Law School, v. J. GRUNDFEST, *Letter from Joe Grundfest*, 9 ottobre 2023, <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022-269519-651302.pdf>, consultato il 1° settembre 2024. Per un quadro completo dei commenti alla *proposed rule*, v. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Comments for The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, in [Release No. 33-11042; File No. S7-10-22], <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022.htm>, consultato l'1 settembre 2024.

⁹² V. B. MAIDEN, *SEC's climate rule leaves questions over future*, in *Governanceintelligence*, 7 marzo 2024, <https://www.governance-intelligence.com/esg/secs-climate-rule-leaves-questions-over-future>, consultato l'1 settembre 2024.

⁹³ L'intera regola può essere consultata sul sito web della SEC, <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11275.pdf>.

⁹⁴ Per esempio, alcuni esponenti della Camera di Commercio riconoscono come gli obblighi imposti dalla versione finale della regolamentazione siano meno intensi di quelli che si volevano originariamente introdurre, ma restano comunque eccessivamente onerosi, v. <https://www.uschamber.com/finance/corporate-governance/u-s-chamber-statement-on-the-sec-climate->

legittimità si concentra attorno alla sua conformità con il Primo emendamento e ai costi di adempiere a tale regola, ritenuti eccessivamente elevati⁹⁵.

3.2.2.2 La questione della legittimità costituzionale della rule

Ma i più feroci attacchi alla *rule* vengono mossi sul piano della sua conformità a costituzione. Il dibattito al riguardo si è infatti infiammato. Da un lato, rimane l'argomento, condiviso da autorevole dottrina, per cui gli obblighi imposti costituiscono una forma di *compelled speech* (ossia un discorso dal contenuto obbligato, per così dire, il divieto del quale è l'altro volto del garantire la libertà di espressione in forma positiva, vietando per esempio le forme di censura). Gli obblighi di trasparenza, e rendicontazione frequentemente imposti dalla SEC non violano il Primo Emendamento se riguardano la comunicazione di informazioni commerciali che siano fattuali e la cui veridicità non sia in discussione, e purché i requisiti di *disclosure* siano ragionevolmente collegati agli interessi governativi e non eccessivamente lesivi della libertà di espressione della *corporation*. Tali sono infatti i parametri fissati dalla Corte Suprema⁹⁶ per valutare la legittimità costituzionale della regolamentazione della SEC che impone obblighi di *disclosure*, secondo regole di scrutinio più blande rispetto a quelle solitamente osservate dai giudici statunitensi per valutare se una normativa o regolamentazione che impongono obblighi di *disclosure* costituiscono indebite forme di *compelled speech*⁹⁷.

disclosure-rule. Tali critiche sono condivise anche da Heather Pierce, Commissaria della SEC che fino all'ultimo ha avversato l'approvazione definitiva della *rule*, v. H. PIERCE, *We are Not the Securities and Environment Commission - At Least Not Yet*, comunicazione del 21 marzo 2022.

⁹⁵ La stessa Heather Pierce ha stimato che i costi che le società quotate devono ordinariamente sostenere subiranno un aumento del 21%, del tutto attribuibile agli obblighi di *disclosure* introdotti. V. PIERCE, *ibidem*.

⁹⁶ Nella sentenza *Zauderer v. Off. of Disciplinary Couns. of Sup. Ct. of Ohio*, 471 U.S. 626 (1985).

⁹⁷ Infatti, il vaglio di costituzionalità cui sono soggette le norme o regole sospettate di costituire *compelled speech*, normalmente implica l'applicazione dello *strict scrutiny*, la forma più rigorosa di scrutinio di legittimità, che può essere superato soltanto se il governo mostra che la limitazione alla libertà di espressione perpetrata dalla norma o regola in esame sia la meno restrittiva possibile e sia al contempo necessaria per tutelare un interesse governativo primario e impellente. Tale canone di legittimità può essere desunto dalla giurisprudenza della Corte Suprema in tema di *compelled speech*, v. *West Virginia State Board of Education v. Barnette*, 319 U.S. 624 (1943); *Wooley v. Maynard*, 430 U.S. 705 (1977); *Abood v. Detroit Board of Education*, 431 U.S. 209 (1977).

3.2.2.3 Il dibattito nella dottrina statunitense...

Oggi vi sono molti interpreti che ritengono anche le regolamentazioni della SEC dovrebbero essere sottoposte a *strict scrutiny* e non al più blando canone di costituzionalità fissato per le *rules* della SEC. Tali posizioni trovano un'eco in dottrina e si inquadrano nella più ampia tendenza a mettere in discussione la legittimazione delle autorità amministrative indipendenti e delle agenzie governative degli Stati Uniti⁹⁸. Si è sostenuto⁹⁹ come il parametro attualmente in uso non sia applicabile alla nuova *rule* della SEC, dal momento che le informazioni oggetto di comunicazione in materia di sostenibilità non sarebbero inequivoche e dal contenuto non contestato e che, applicando lo *strict scrutiny*, la nuova regolamentazione della SEC potrebbe non sopravvivere al vaglio di costituzionalità; vi è anche chi¹⁰⁰, con più nettezza, afferma che gli obblighi imposti dalla regola in parola siano di dubbia compatibilità con il Primo Emendamento.

È necessario segnalare come, secondo altri interpreti¹⁰¹, la regola della SEC sia non solo rispettosa del Primo Emendamento, ma persino necessaria. Infatti, si è sottolineato come il rischio climatico sia un fattore spesso tenuto in considerazione nelle scelte di investimento e come la SEC abbia il ruolo fondamentale di assicurare che gli investitori siano posti al corrente di tutte le informazioni necessarie per compiere scelte finanziarie consapevoli; inoltre, il Primo Emendamento non preclude la possibilità per i poteri pubblici di rendere obbligatoria la comunicazione di informazioni importanti e notoriamente rilevanti per il pubblico (come sarebbero, per gli investitori, le informazioni in materia di sostenibilità delle società quotate¹⁰²). C'è chi si spinge anche oltre e sostiene che, se dovessero esservi pronunce giudiziali nel senso della illegittimità costituzionale della *rule*, si pregiudicherebbe la possibilità per gli investitori di compiere scelte di investimento informate, con una conseguente distorsione dei meccanismi di mercato, e si creerebbe un insidioso precedente che potrebbe risultare ostativo rispetto allo sviluppo di

⁹⁸ V. *supra* §3.1.2.2.

⁹⁹ V. S. J. GRIFFITH, *What's "Controversial" About ESG? A Theory of Compelled Commercial Speech Under the First Amendment*, in *Nebraska Law Review*, 2022, pp. 876-944.

¹⁰⁰ T. BERRY, J. SCHULP, *SEC Should Reject Climate Rules Over First Amendment Issue*, in *Law360*, 1° luglio 2022.

¹⁰¹ Rebecca TUSHNET, Ellen GOODMAN, Samara SPENCE, *SEC's Climate Rule Is Compatible With The 1st Amendment*, in *Democracy Forward*, 28 luglio 2022.

¹⁰² V. *supra* nota 101.

una più articolata legislazione in tema di integrazione dei temi di sostenibilità nel diritto societario¹⁰³.

3.2.2.4 ... e la sottoposizione della questione al giudice federale

Il dibattito appena descritto ha di recente trasceso la dimensione dottrinale e si trova ora *sub iudice*. Infatti, nei dieci giorni successivi l'entrata in vigore della regola, vi sono stati nove ricorsi (innanzi a sei corti d'appello federali) volti a contestare la legittimità costituzionale della nuova rule e minarne l'efficacia. I ricorsi sono stati poi riuniti (dal momento che sollevavano tutti la medesima questione in punto di diritto) e si trovano ora pendenti innanzi alla Corte D'Appello per l'Ottavo Distretto Federale, in Iowa. Nei vari ricorsi si è sostenuto che la regola eccedeva la competenza della SEC, che fosse arbitraria, e che soprattutto costituisse *compelled speech*, pertanto proibito dal Primo Emendamento¹⁰⁴. Inoltre, simili questioni di costituzionalità sono state sollevate anche nei confronti della legge della California che introduce obblighi di rendicontazione di sostenibilità¹⁰⁵.

3.2.3 Il Disclosure Simplification Act e la rule della SEC: degli interventi forse troppo precoci

Il quadro normativo e regolamentare è in evoluzione, e non è detto che le innovazioni di recente introdotte riescano ad affermarsi e superare le censure di legittimità costituzionale¹⁰⁶.

¹⁰³ S. C. HAAN, *The First Amendment and the SEC's Proposed Climate Risk Disclosure Rule*, in SSRN, 16 giugno 2022, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4138712, consultato l'1 settembre 2024.

¹⁰⁴ Per un resoconto della vicenda giudiziaria, v. K. BALSANEK, W. CLOUD, M. GOLDBERG, B. GOODLETT, J. BAKER, M. D. JOSEFOVITS, S. PUNIA, S.KAMAL, *SEC stays climate rules: An overview of ongoing legal challenges*, in *DLA Piper*, 9 aprile 2024, <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2024/04/sec-stays-climate-rules-an-overview-of-ongoing-legal-challenges>, consultato l'1 settembre 2024.

¹⁰⁵ E trattandosi in quest'ultimo caso di una legge statale, si è anche detto che essa eccede le competenze statali e impone indebitamente oneri di rendicontazione anche su società ed attori economici operanti al di fuori dei confini della California, determinando così dei vincoli al commercio fra stati federali, in violazione della *Commerce Clause* (U.S. Const. art. I, § 8, cl. 3). V. al riguardo D. R. CARPENTER, M. F. GORSEN, *California's New Climate Disclosure Laws Under Fire in Lawsuit Against California Air Resources Board*, in *Sidley*, 1 febbraio 2024, <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2024/02/californias-new-climate-disclosure-laws-under-fire>, consultato l'1 settembre 2024.

¹⁰⁶ V. H. ENGLER, *Legal experts take opposing views on SEC's climate disclosure rule and the First Amendment*, in *Thomson Reuters*, 8 marzo 2024, <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/esg/sec-climate-rule-first-amendment/>, consultato l'1 settembre 2024.

Traendo le conclusioni di quanto appena detto, al fine di valutare le vicende appena descritte per capire quale possa essere l'impatto di un intervento legislativo o regolamentare in tema di sostenibilità, dovremmo notare innanzitutto che i soli interventi¹⁰⁷ che si sono compiuti nel senso di integrare maggiormente i temi di sostenibilità nella disciplina del diritto societario riguardano esclusivamente le società quotate (che stanno rapidamente diminuendo, sono oggi circa la metà di quelle che erano nel 1997¹⁰⁸, e si ritiene che i sempre più intensi oneri di *disclosure* imposti a dette società siano una delle ragioni principali per cui oggi molte società decidono di non quotarsi o di diventare non quotate da quotate che erano), il che già di per sé potrebbe diminuire l'impatto del *Disclosure Simplification Act*, qualora dovesse essere definitivamente approvato, e del nuovo regolamento della SEC. In secondo luogo, sono state numerose le critiche mosse nei confronti della proposta di legge e della *rule* della SEC già prima della loro approvazione definitiva e, nel caso della *rule*, già pochissimi giorni dopo la sua entrata in vigore, si è sollevata davanti ai giudici di molteplici distretti federali la questione della legittimità costituzionale della *rule* stessa, dunque non ne è nemmeno certa la sopravvivenza nell'ordinamento statunitense; per quanto riguarda invece il *Disclosure Simplification Act*, le travagliate circostanze della sua approvazione portano a dubitare che tale proposta di legge possa mai vedere la luce come testo legislativo definitivo: del resto, la proposta legislativa risulta ormai arenata in Senato da oltre tre anni e che essa sia stata approvata con una risicatissima maggioranza nella House of Representatives, peraltro senza il minimo supporto da parte del Partito Repubblicano potrebbe essere circostanza sintomatica di un consenso tutt'altro che generalizzato a tale proposta legislativa, o a qualsiasi proposta legislativa simile, che imponga alle società una maggiore attenzione alla sostenibilità.

Pertanto, i recenti tentativi di legislazione e regolazione mostrano che la via dell'intervento legislativo o anche regolamentare potrebbe non costituire la soluzione adeguata a stimolare una maggiore attenzione alla sostenibilità in ambito societario e anche in tema di operazioni straordinarie. Certo non manca l'assenso di certa parte del

¹⁰⁷ Tra cui, da ultimi, proprio il *Disclosure Simplification Act* e la *proposed rule* della SEC.

¹⁰⁸ D. ACKERMAN, *The number of publicly traded companies in the U.S. is in decline. Here's why that matters*, in *Marketplace*, 13 maggio 2024, <https://www.marketplace.org/2024/05/13/the-number-of-publicly-traded-companies-in-the-us-is-in-decline-heres-why-that-matters/>, consultato l'1 settembre 2024.

pubblico ad interventi in questo senso, e lo mostrano i commenti favorevoli alla *rule* della SEC, molteplici articoli accademici, e anche certe tendenze di alcuni *shareholder activists* (come si dirà diffusamente nei prossimi paragrafi), ma sembra mancare quel supporto ampio e diffuso che poi è necessario per introdurre una nuova legislazione (o regolamentazione) senza che poi essa sia esposta a continui attacchi (anche sul piano della legittimità costituzionale) e per far sì che, una volta introdotta, la regola venga seguita di buon grado da coloro che ad essa sono soggetti. Ad oggi risulterebbe quindi eccessivamente ottimistico sperare in un intervento del legislatore o regolatore; magari interventi di questo tipo potrebbero vedere la luce nel giro di qualche anno¹⁰⁹, vista la crescente attenzione degli investitori ai temi ESG, ma i tempi non sembrano essere maturi.

4. Il possibile ruolo dell'azionariato attivo

Le spinte per includere maggiormente la sostenibilità nella disciplina del diritto societario in generale, e più nello specifico delle operazioni straordinarie, potrebbero provenire dal settore privato. È indubbia, infatti, la crescente domanda degli investitori di una maggiore *disclosure* in materia di sostenibilità, soprattutto ambientale, anche perché si è consci della circostanza che i rischi legati al clima possano diminuire il ritorno sugli investimenti e gli investitori (anche e soprattutto quelli istituzionali) vogliono poter quantificare, in maniera il più accurata possibile, tali rischi¹¹⁰. Infatti, da un sondaggio condotto da

¹⁰⁹ Come prevede certa dottrina, v. J. ALSFORD, *Trends for the Next Decade of Sustainable Investing*, in *Morgan Stanley*, 13 ottobre 2023, <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-investing-10-year-outlook>, consultato l'1 settembre 2024.

¹¹⁰ Sono state anche queste, fra le altre, talune delle considerazioni che hanno spinto la SEC a adottare la *rule* in materia di *disclosure* di sostenibilità, v. la pagina 24 de SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *cit.* alla nota 71 di questo capitolo. La SEC, nel medesimo documento, alla nota 23, individua anche una serie di fonti che mostrano questa esigenza diffusa degli investitori: per esempio si veda L. FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance. 2020 Letter to CEOs*, in *BlackRock*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>, lettera nella quale il fondatore e amministratore delegato di BlackRock Larry Fink afferma come il rischio climatico sia un rischio di investimento, e chiede alle società in cui BlackRock ha investito di comunicare i rischi climatici incombenti su di esse conformemente alle raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*; molte sollecitazioni per una maggiore trasparenza e comunicazione in materia di sostenibilità provengono anche da Climate Action100+, un'iniziativa composta da oltre 700 investitori (che gestiscono un patrimonio dal valore complessivo di decine di trilioni di dollari), e che ha lo scopo di mitigare l'esposizione degli investimenti ai rischi climatici e garantire ritorni sicuri, continui e sostenibili per i beneficiari dell'iniziativa; similmente, ha ambizioni simili la *Glasgow Financial Alliance for Net Zero*, una coalizione di istituzioni finanziarie che si concentra sulla promozione della transizione verso un'economia globale a emissioni nulle; infine, 680 istituzioni finanziarie che gestiscono patrimoni dal valore complessivo di \$130 trilioni, hanno firmato il *CDP, Climate, Disclosure Program*, il quale mira a una maggiore trasparenza circa l'attenzione alla sostenibilità delle società.

Morgan Chase nel 2019¹¹¹, risulta come l'80% degli interessati incorpori considerazioni di sostenibilità nelle proprie scelte di investimento.

Questa maggiore attenzione degli investitori, anche istituzionali, all'ESG, ha già da qualche anno sortito i suoi primi effetti, portando per esempio a diverse forme di *disclosure* volontaria di sostenibilità da parte di molte società statunitensi (e non solo)¹¹². Tuttavia, i sistemi di rendicontazione volontaria ESG hanno limiti considerevoli, si sostanziano spesso in comunicazioni episodiche e sono fra loro difficilmente confrontabili, perché, esistendo diversi sistemi di rendicontazione ESG, spesso le società usano parametri diversi. Come già accennato, la considerazione dell'inadeguatezza dei sistemi di rendicontazione volontaria di sostenibilità è stata una delle considerazioni che ha spinto la House of Representatives, nel 2021, ad approvare la proposta di legge nota come *Disclosure Simplification Act* per l'approvazione definitiva del quale i tempi potrebbero non essere ancora maturi.

Una delle tendenze più significative del periodo recente, che interessa molteplici investitori ed investitori istituzionali statunitensi e nella quale possiamo già riscontrare una netta intersezione fra sostenibilità e operazioni societarie straordinarie, è lo *shareholder activism*, che in italiano potrebbe essere tradotto come “azionariato attivo”¹¹³. L'azionariato attivo è una delle principali tendenze in tema di operazioni societarie straordinarie statunitensi che si riscontrano di recente, ed esso ha avuto molto spesso l'effetto di porre l'accento sui temi di sostenibilità, in maniera efficace e talvolta anche funzionale al mutamento delle prassi e degli assetti delle società oggetto delle iniziative degli *shareholder activist*, ossia quegli azionisti che intraprendono pratiche di azionariato attivo.

La crescente domanda di una maggiore *disclosure* in tema di sostenibilità è stata anche una delle considerazioni principali che hanno portato la House of Representatives ad approvare il *Disclosure Simplification Act* del 2021, v. pagina 4 di HOUSE OF REPRESENTATIVES, *cit.* alla nota 72, e v. anche la nota 1 del medesimo documento, dove si mette anche in rilievo come, già dal 2018, il 65% degli investitori istituzionali considera sempre o nella maggior parte dei casi le questioni ambientali e sociali che possono conseguire.

¹¹¹ MORGAN STANLEY INSTITUTE FOR SUSTAINABLE INVESTING, MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT, *Sustainable Signals: Asset Owners See Sustainability as Core to Future of Investing*, 27 maggio 2020.

¹¹² V. P. J. PAUL, *op. cit.* alla nota 76.

¹¹³ V. NERI, *Breve storia dell'azionariato attivo*, in *Lifegate*, 6 agosto 2016.

4.1 Caratteristiche dell'azionariato attivo e sua pertinenza al tema delle operazioni societarie straordinarie

4.1.1 Descrizione dell'azionariato attivo

In termini generalissimi, l'azionariato attivo consiste nel maggior coinvolgimento, da parte degli azionisti, nella vita della società, e si sostanzia nei tentativi, da parte degli azionisti, di esercitare pressioni sugli amministratori per portare questi ultimi a mutare certe prassi o assetti della società che non sono condivisi dagli azionisti promotori di tali tentativi. Vi sono diversi metodi e strumenti che possono essere impiegati dagli *activists* per influenzare l'operato degli amministratori, come diverse possono essere le finalità delle iniziative di azionariato attivo: infatti, se la principale forza propulsiva di tali iniziative resta la volontà di implementare la condizione economico-finanziaria della società, notiamo sempre più spesso iniziative volte anche a rendere più sostenibile l'operato della società. Le finalità e le metodologie dell'azionariato attivo possono variare sensibilmente anche in virtù di chi è il promotore delle iniziative considerate, come avremo modo di approfondire.

L'azionista coinvolto in iniziative di *shareholder activism* si distacca nettamente dalla figura dell'azionista passivo, disinteressato rispetto alle scelte organizzative e gestionali della società e che si rimette completamente agli amministratori per quanto riguarda le scelte, operative e di massima, che interessano la vita della società. al contrario, l'azionariato attivo sembra nascere proprio come reazione al potere (in alcuni casi anche esagerato) degli amministratori delle società d'oltreoceano, potere legittimato e reso ancora più ampio dalla giurisprudenza delle corti del Delaware, estremamente deferente nei confronti delle scelte degli amministratori (le quali, nella quasi totalità dei casi, sono soggette alla *business judgement rule* e non possono quindi essere sindacate nel merito, latamente inteso, dal giudice).

Lo *shareholder activism* può essere visto come uno strumento per reagire a Consigli di amministrazione indolenti o che, anche peggio, facciano di tutto per aumentare le remunerazioni dei propri membri a prescindere (talvolta anche a scapito) degli interessi degli azionisti¹¹⁴.

¹¹⁴ Basti pensare, per esempio, alle ipotesi in cui il Consiglio di amministrazione appresta misure difensive che rendano pressoché impossibile una scalata ostile, deprimendo così la concorrenza per il controllo della

Un documento fondamentale per individuare i tratti caratterizzanti dell'azionariato attivo è il cd. *Icahn Manifesto*, una lettera di uno dei principali pionieri dello *shareholder activism*, a tutti i potenziali investitori, che incita gli stessi a rendersi protagonisti di un maggiore interventismo nella vita delle società di cui possiedono azioni, per migliorare la *performance* di società con alto potenziale ma con azioni a prezzo eccessivamente modesto, attribuibile ad eccessiva inerzia degli amministratori¹¹⁵.

Si suole operare una macro-distinzione fra tipologie di azionariato attivo, distinguendo fra attivismo economico e di *governance*. Il primo mira al cambiamento delle strategie e dell'attività della società, in virtù delle iniziative degli attivisti i quali, dopo aver individuato società che secondo loro sono troppo poco profittevoli considerato il loro potenziale, acquisiscono in esse delle partecipazioni rilevanti, sufficienti ad indirizzare l'attività delle società oggetto delle loro iniziative in base ai loro obiettivi¹¹⁶; negli ultimi anni si registra¹¹⁷ un aumento di questa forma di *shareholder activism*, soprattutto in Europa. Il secondo ha invece a che fare con i sistemi di *governance* della società, e gli azionisti che si rendono promotori di iniziative di azionariato attivo di *governance* mirano a cambiare gli assetti organizzativi della società e anche la composizione degli organi sociali. In entrambi i casi, obiettivo tradizionalmente perseguito dagli *shareholder activists* è l'aumento del valore delle azioni della società.

società e molto spesso anche il prezzo delle azioni; oppure ai casi in cui la remunerazione degli amministratori è collegata ai ricavi della società, il che spinge frequentemente gli amministratori più impavidi ad intraprendere operazioni altamente rischiose e a concentrarsi su prospettive di breve periodo.

¹¹⁵ C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I, p. 776.

¹¹⁶ Per fare un esempio, una classica iniziativa di azionariato attivo vede l'investitore acquisire partecipazioni rilevanti nella società e poi stimolare attività quali riorganizzazioni societarie, cessioni di rami di azienda, valorizzazione o chiusura di certi impianti produttivi, il tutto con lo scopo di aumentare il prezzo delle azioni e, se possibile vendere, la propria partecipazione a un prezzo più alto rispetto a quello di acquisto.

¹¹⁷ LAZARD, *Lazard's Annual Review of Shareholder Activism—2023*, 8 gennaio 2024 <https://www.lazard.com/research-insights/annual-review-of-shareholder-activism-2023/>, consultato l'1 settembre 2024, mostra come nel 2023 sia stato raggiunto il record storico di 252 iniziative di *shareholder activism* di questo tipo. Il rapporto di Lazard per il 2023 indica anche come, durante il 2023 soprattutto, tali iniziative siano in ascesa come mai prima di allora in Europa. Secondo alcuni, (v. C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I, p. 777), la crescita delle iniziative di questo tipo è legata a una maggiore concentrazione delle partecipazioni sociali, soprattutto nelle società quotate statunitensi. Infatti, le campagne degli *shareholder activists* sembrerebbero essere tanto più incisive quanto più rilevanti (soprattutto in termini di numero di voti nell'assemblea generale dei soci) sono le partecipazioni societarie degli azionisti che intraprendono dette campagne.

4.1.2 Controversie legate all'azionariato attivo

Prima di esaminare le pratiche più comuni mediante cui si realizzano le iniziative di *shareholder activism*, e l'efficacia di esse, occorre fare un breve cenno al dibattito che, ormai da decenni, interessa l'azionariato attivo. Infatti, se risulta abbastanza pacifica l'affermazione per cui alle iniziative degli *shareholder activists* seguono maggiori profitti per tutti gli azionisti della società interessata, vi sono anche autorevoli esponenti della dottrina secondo i quali i promotori degli episodi di azionariato attivo (e soprattutto certe tipologie di enti, *in primis* i fondi speculativi o *hedge funds*) non avrebbero a cuore il benessere della società e dei suoi azionisti, ma solo i profitti di breve periodo; l'attenzione al breve periodo e i guadagni immediati non corrispondono necessariamente a un miglioramento di lungo periodo della situazione economico-finanziaria della società nel lungo periodo, e si è persino sostenuto come sia illusoria la crescita del valore delle azioni nei primi mesi successivi alle iniziative di *shareholder activism*, e sarebbe solo il frutto di una drastica contrazione dei costi, non il riflesso di un miglioramento effettivo delle finanze della società¹¹⁸.

I critici più accaniti dell'azionariato attivo insistono sul collegamento fra le attività degli *shareholder activists* e la prospettiva di breve e brevissimo periodo, concentrando le loro critiche nei confronti dell'azionariato attivo promosso dai fondi speculativi, il quale avrebbe, come effetto finale, la sottrazione del governo della società dalle mani degli amministratori per porlo nelle mani degli *activists* stessi, sovvertendo i ruoli e i poteri degli organi sociali; si ritiene anche che non vi sia alcuna teoria che possa giustificare o anche solo supportare i vantaggi di lungo periodo dell'azionariato attivo, e che gli studi empirici che mostrano dei benefici di lungo periodo dello *shareholder activism* siano basati su statistiche e dati scelti arbitrariamente, e che il fine ultimo dei fondi speculativi sia compiere l'affare per essi più vantaggioso, a spese dei lavoratori e degli altri *stakeholders*¹¹⁹.

¹¹⁸ Queste posizioni sono sostenute per esempio da L. STRINE Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in *Yale Law Journal*, 2017, pp. 1870-1970.

¹¹⁹ Quest critiche sono espone soprattutto da M. LIPTON, *Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 26 febbraio 2013, <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/02/26/bite-the-apple-poison-the-apple-paralyze-the-company-wreck-the-economy/>, consultato l'1 settembre 2024.

Fra i sostenitori e i detrattori dell'azionariato attivo vi è anche chi sposa posizioni più intermedie; infatti, parte della dottrina¹²⁰ esprime forti dubbi riguardo la possibilità di poter trarre conclusioni definitive circa gli effetti di lungo periodo dello *shareholder activism*, sia in positivo che in negativo.

Tuttavia, la letteratura che si concentra sull'analisi empirica non evidenzia alcuna externalità negativa di lungo periodo associata agli effetti positivi di breve periodo che, inequivocabilmente, l'azionariato attivo determina, e questo anche nel caso in cui i promotori delle iniziative siano i fondi speculativi¹²¹. Anzi, molto spesso le iniziative degli *shareholder activists* hanno risvolti positivi sul piano della sostenibilità¹²², e in tal senso risultano anche efficaci, il che rende quantomeno opinabili le critiche esposte che non sembrano supportate dai dati fattuali e non considerano tutti i casi in cui le iniziative di azionariato attivo (anche qualora promosse dai fondi speculativi)¹²³ hanno comportato vantaggi, anche non irrilevanti, per gli *stakeholder*.

4.1.3 Le tattiche mediante le quali si realizzano le iniziative degli *shareholder activists*

Sono molteplici le strategie e le azioni che possono essere intraprese dai promotori di episodi di azionariato attivo. Vi sono innanzitutto delle tattiche che mirano ad instaurare

¹²⁰ V. per esempio A. BAKER, *The Effects of Hedge Fund Activism*, in *ECGI*, ottobre 2021.

¹²¹ Come mostrano L. A. BEBCHUK, A. BRAV, W. JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in *Columbia Law Review*, 2015, pp. 1085–1155.

¹²² V. *infra* §4.2.1.

¹²³ Va notato che la letteratura in materia di *shareholder activism* si concentra molto spesso sulle iniziative propuginate dai fondi speculativi. I fondi speculativi sono alimentati da fondi raccolti presso gli investitori, con amministratori professionali la cui remunerazione è legata alla loro prestazione (misurata soprattutto in termini di profitti che si riescono a produrre) e si caratterizzano per strategie di investimento più audaci e frequente ricorso al *leverage* (ossia l'impiego di fondi ottenuti in prestito per effettuare gli investimenti). L'interesse della letteratura per le iniziative dei fondi speculativi può spiegarsi perché gli *hedge funds* sono molto spesso promotori di attività di azionariato attivo, dal momento che godono di maggiore libertà di manovra, data dalle minori costrizioni che la legge e i regolamenti impongono su di essi. Infatti, a differenza di altri enti, i fondi speculativi possono chiedere agli investitori di mantenere fermi i loro investimenti nel fondo per periodi anche superiori ad un anno; hanno blandissimi obblighi di *disclosure*, anche considerato che non sono quasi mai società quotate; inoltre, si è notato in dottrina come, a differenza dei fondi pensione o dei fondi mutualistici (che spesso si fanno promotori di episodi di *shareholder activism*), i quali realizzano forme di azionariato attivo volto più che altro al contenimento di danni che la società ha già subito, il tipo di azionariato attivo degli *hedge funds* è altamente propulsivo, connotato da strategie e tattiche aggressive, e mira il più delle volte a migliorare la *performance* di società il cui potenziale è ritenuto non sufficientemente sfruttato. V. A. BRAV, W. JIANG, R. LI, *Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence*, in *Oxford Research Encyclopedias: Economics and Finance*, 2022. Sono quindi sia le caratteristiche dei fondi speculativi che quelle dell'azionariato attivo da essi portato avanti che hanno catturato l'attenzione della dottrina.

un dialogo con gli amministratori, rivolgendo loro semplici comunicazioni per esprimere insoddisfazione nei confronti di loro scelte operative¹²⁴ o avviando negoziazioni¹²⁵ con loro.

Vi sono poi le strategie impiegate per portare certi temi o iniziative all'attenzione dell'assemblea generale dei soci: in questi casi, potrebbe essere diffuso dagli *shareholder activists* un *proxy statement* o una semplice proposta agli altri soci. Il *proxy statement* è un documento che deve essere distribuito a tutti i soci con diritto di voto nell'assemblea generale in vista dell'assemblea stessa, e quando esposto nel *proxy* serve a rendere i soci edotti dei temi sui quali saranno chiamati a votare; il *proxy* ha il fine primario di sollecitare il voto dei soci; pertanto, ogni volta che si cerca il consenso dei soci a certe iniziative è necessario stilare e distribuire un *proxy statement* seguendo la relativa disciplina federale¹²⁶. Il voto espresso dalla maggioranza dei soci in assemblea sulle iniziative descritte nel *proxy statement* vincola gli amministratori, i quali dovranno quindi dar corso alle iniziative così approvate dai soci¹²⁷. Un altro strumento per sottoporre alla valutazione dei soci i progetti degli *shareholder activist* sono le cd. *shareholder proposals*, descritte dalla Rule 14a-8 della SEC. Esse sono semplici comunicazioni agli azionisti che, implicitamente, mirano molto spesso ad influenzare il voto dei soci in assemblea (pur non avendo questo scopo espresso perché, se lo avessero, si applicherebbe la più rigida e onerosa disciplina sul *proxy*) e devono riguardare temi di pubblico interesse¹²⁸; il voto dei soci in assemblea generale sul contenuto di una *proposal* non vincola gli amministratori.

I promotori dell'azionariato attivo possono però anche ricorrere a tattiche più aggressive, avviando un *proxy contest*¹²⁹ per sostituire gli amministratori in carica con altri appoggiati dagli *shareholder activists* o persino promuovendo azioni legali per conto della società,

¹²⁴ A. BRAV, W. JIANG, R. LI, *ibidem*.

¹²⁵ M.R. DENES, J.M. KARPOFF, V.B. MCWILLIAMS, *Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research*, in *Journal of Corporate Finance*, 2017, pp. 405-424.

¹²⁶ V. §14A SEC act of 1934.

¹²⁷ Per una esposizione delle principali regole federali in materia di *proxy*, v. C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I, pp. 153-154.

¹²⁸ W. T. ALLEN *et al.*, *op. cit.* alla nota 4.

¹²⁹ Si tratta di un procedimento, sempre soggetto alla disciplina federale in tema di *proxy*, volto a sollecitare il voto dei soci in assemblea generale nei casi in cui l'assemblea si riunisca per eleggere i nuovi amministratori. V. 14A SEC act of 1934. C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I, pp. 153-154; A. BRAV, W. JIANG, R. LI, *cit.* alla nota 123.

con eventuale risarcimento del danno in favore della società stessa (le cd. *derivative suits*), avverso gli amministratori per violazione dei loro doveri.

4.1.4 *Lo shareholder activism e le operazioni societarie straordinarie*

Ci si potrebbe chiedere, a questo punto, come mai si ritenga che un discorso sull'azionariato attivo possa riguardare le operazioni societarie straordinarie. Va detto innanzitutto come, molto spesso e al pari delle operazioni straordinarie, lo *shareholder activism* abbia l'effetto di determinare significativi mutamenti organizzativi nella società, come per esempio la sostituzione degli amministratori, la cessione di rami di azienda, o la realizzazione di operazioni societarie straordinarie vere e proprie, come fusioni e scissioni¹³⁰. Vi è anche, e spesso, una netta intersezione fra azionariato attivo e operazioni straordinarie: talvolta, infatti, eventi che nascono come iniziative degli *activists* (come possono esserlo semplici proposte secondo la Rule 14a-8 o appelli al Consiglio di amministrazione), si tramutano in operazioni societarie straordinarie: si pensi per esempio all'ipotesi, non certo astratta, per cui il Consiglio di amministrazione si riveli particolarmente restio ad ascoltare le proposte di uno *shareholder activist* particolarmente determinato, il quale è deciso a realizzare le sue idee sull'organizzazione della società, anche a costo di acquisirne una partecipazione di controllo (il che è già una *merger*, una concentrazione, secondo il diritto societario statunitense) per poi nominare nuovi amministratori e dar seguito alle sue iniziative¹³¹. Tale intersezione fra *shareholder activism* e operazioni societarie straordinarie si è fatta particolarmente accentuata negli ultimi anni, in particolare nel 2023, in cui quasi la metà (il 49%) delle campagne di azionariato attivo promosse hanno incluso anche proposte di fusione, scissione o trasferimento d'azienda¹³².

Risulta quindi quantomeno non arbitraria l'instaurazione di un collegamento con l'azionariato attivo (e in particolare le iniziative di sostenibilità promosse dagli *activist*, come si dirà a breve) nel più ampio discorso dell'interazione fra sostenibilità e operazioni societarie straordinarie.

¹³⁰ Acute riflessioni sul tema sono riportate C. HILL, *et al.*, *ivi*, p. 771.

¹³¹ Basti pensare che anche l'iniziativa di Twitter da parte di Elon Musk è iniziata come un episodio di *shareholder activism*, come nota C. HILL, *et al.*, *ibidem*.

¹³² BARKLAYS INVESTMENT BANK, *Activists secure more board seats and demand M&A*, nella Relazione del 2023 sullo *Shareholder activism*, 2024.

4.2 Azionariato attivo e sostenibilità

L'attenzione degli *shareholder activists* ai temi di sostenibilità è ormai da tempo una delle più nette tendenze in materia di azionariato attivo, e negli ultimi anni va accentuandosi¹³³. Il collegamento fra sostenibilità e azionariato attivo può manifestarsi sia in iniziative degli *shareholder activists* che abbiano direttamente come oggetto dei temi di sostenibilità sia nei risultati di iniziative che originariamente non avevano come scopo l'implementazione della sostenibilità ma che hanno sortito, al loro termine, proprio tale effetto.

4.2.1 Le iniziative legate alla sostenibilità e il loro impatto

La letteratura in tema di episodi di *shareholder activism* che hanno ad oggetto i temi di sostenibilità evidenzia come, oltre due decenni fa, le iniziative a tema ESG non fossero associate a successivi miglioramenti della *performance* di sostenibilità della società oggetto dell'iniziativa (e anzi, talvolta vi erano dei peggioramenti in tale *performance* dal momento che il Consiglio di amministrazione poteva dar luogo a iniziative antitetiche rispetto al contenuto delle proposte proprio per contrastare queste ultime) e come ora invece l'azionariato attivo in materia di sostenibilità sortisca molto spesso effetti concreti. Innanzitutto, esso porta a un aumento della trasparenza della società sui temi ESG e a una rendicontazione di sostenibilità più coerente ed accessibile¹³⁴. Inoltre, studi in materia¹³⁵ dimostrano come, nonostante non necessariamente vi sia un rapporto di proporzionalità diretta fra la prestazione ESG di una società e il valore delle sue azioni, gli *shareholder activists* siano propensi a perorare le loro cause e a portare avanti le iniziative a tutela della sostenibilità anche nel caso in cui questo non dovesse determinare un aumento dei profitti.

¹³³ Infatti, a negli ultimi tre anni (a partire dal 2021) vi è stato un aumento del 74% nel numero di proposte aventi ad oggetto temi di sostenibilità ambientali e sociali presentati nell'ambito di società che rientrano nell'S&P 1500. V. D. ANDERSON, J. BROWN, *2023 Proxy Voting Summary*, in *Trowe price*, <https://www.troweprice.com/institutional/ca/en/insights/articles/2023/q3/2023-proxy-voting-summary-na.html>, consultato l'1 settembre 2024. L' S&P 1500 è un indice del mercato finanziario che prende a riferimento società con capitalizzazioni di mercato assortite, sia medie che basse che elevate ed è un indice che, più di altri, consente una visione complessiva e completa del quadro delle società quotate statunitensi.

¹³⁴ Ciò è messo in rilievo da J. GREWAL, G. SERAFEIM, A. YOON, *Shareholder Activism on Sustainability Issues*, in *SSRN*, 7 luglio 2016, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805512, consultato l'1 settembre 2024.

¹³⁵ J. GREWAL, G. SERAFEIM, A. YOON, *ibidem*.

L'impatto delle strategie e delle iniziative degli azionisti che danno luogo all'azionariato attivo può variare in base a diversi fattori, oltre che in base alle tattiche di cui gli azionisti si possono avvalere. Per esempio, nelle società con un marchio particolarmente pregiato, in cui quindi gli aspetti reputazionali hanno un peso specifico notevole, gli amministratori sono normalmente più propensi a dedicare energie e attenzione alle tematiche di sostenibilità, conformando di conseguenza le attività e gli assetti della società¹³⁶. Oltretutto, anche la fonte dell'iniziativa può influenzare l'impatto della stessa: sembrerebbe, dalla letteratura in materia, che gli *shareholder activists* riescano più facilmente a realizzare iniziative impattanti sulla società se il loro intervento si associa all'acquisto di partecipazioni societarie rilevanti (ancor di più se si tratta di partecipazioni di controllo, e in quest'ultimo caso risulta netta la connessione fra il discorso che si sta facendo e le operazioni societarie straordinarie), mentre invece risulta spesso irrilevante l'azionariato attivo promosso da singoli azionisti con partecipazioni di esigue dimensioni¹³⁷.

Le tattiche di cui si avvalgono i promotori delle iniziative volte all'implementazione della sostenibilità comprendono comunicazioni agli amministratori, negoziazioni con essi, *proxy statements*, proposte *ex Rule 14a-8*, e anche cause contro gli amministratori. Tali iniziative sono sicuramente meno veementi rispetto alle tattiche cui ricorrono altre categorie di attivisti (come, per esempio, le associazioni ambientali o certe organizzazioni non governative), che risultano spesso più aggressive e che nell'immediato attirano una maggiore attenzione mediatica sulle prassi della società ritenute non sostenibili, ma che al contempo risultano, nel lungo periodo, inadatte a determinare un impatto significativo sulla società, non determinando quasi mai l'eliminazione delle prassi criticate. Per modificare le attività, gli assetti organizzativi e le prassi non sostenibili di una società risultano ben più efficaci le forme di critica e contrasto alle iniziative degli amministratori che si avvalgono degli strumenti apprestati dal diritto societario (e quindi, anche delle tattiche cui tradizionalmente ricorrono gli *shareholder activists*). Essi, infatti, non

¹³⁶ J. GREWAL, G. SERAFEIM, A. YOON, *ibidem*.

¹³⁷ Questo quanto rilevato da M. R. DENES, J. M. KARPOFF, V. B. MCWILLIAMS, *op. cit.* alla nota 125, che però studiano l'impatto dello *shareholder activism* dal punto di vista dell'aumento del prezzo delle azioni (e dei profitti per gli azionisti) nel periodo successivo alle iniziative prese in esame dallo studio.

generando un diretto conflitto fra i promotori delle iniziative e gli amministratori, risultano più adeguati a conformare l'attività della società in una prospettiva di lungo periodo¹³⁸.

Va inoltre precisato¹³⁹ che le iniziative per spingere la società verso una maggiore attenzione ai temi di sostenibilità sortiscono i loro effetti nonostante le proposte che le espongono non vengano approvate dall'assemblea generale dei soci. Infatti, non sempre tali proposte (che possono poi essere *proxy statements* o proposte *ex Rule 14a-8*) ricevono l'assenso dell'assemblea, anzi nella maggior parte dei casi esse raccolgono un consenso inferiore al 20% dei voti espressi in assemblea. Eppure, queste proposte fungono molto spesso da catalizzatore e spingono le società interessate a mutare le loro prassi¹⁴⁰. In particolare, si è notato come gli amministratori siano propensi a adeguare la loro attività alle proposte in tema di sostenibilità degli *shareholder activists*, anche se non approvate dalla maggioranza dell'assemblea dei soci, soprattutto nel caso in cui il consenso manifestato dai soci in assemblea sia comunque ampio¹⁴¹. Anzi, gli amministratori sono talvolta propensi a dar seguito alle proposte in materia di sostenibilità anche se esse non vengono proprio sottoposte al voto dei soci (il che può capitare nel caso in cui queste proposte siano, per esempio, ritirate appena prima di essere sottoposte a votazione)¹⁴².

Inoltre, secondo parte della dottrina, non necessariamente l'approvazione di una proposta da parte dell'assemblea dei soci è il più affidabile indice di quanto poi la società modifichi le sue attività conformemente a quanto desiderato dagli *shareholder activists*. Secondo tale dottrina, infatti, la riduzione, cui assistiamo negli ultimi anni, del numero di *proxy contests* non sarebbe dovuta a un calo delle iniziative degli azionisti ma ad una maggiore rilevanza di esse. Si ritiene infatti che molti amministratori, oggi, preferiscano dialogare con gli *shareholder activists* e prendere in considerazione le loro proposte (ancora prima

¹³⁸ Questo quanto esposto da C. EESLEY, K. A. DECELLES, M. LENOX, *Through the Mud or in the Boardroom: Examining Activist Types and Their Strategies in Targeting Firms For Social Change*, in *Strategic Management Journal*, 2016, pp. 2425-2440.

¹³⁹ Come fa parte della dottrina, v. per esempio J. GREWAL, G. SERAFEIM, A. YOON, *op. cit.* alla nota 134.

¹⁴⁰ I dati citati e altri dati in materia sono esposti nel report Ceres e BlackRock del 2015.

¹⁴¹ US SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM, *Shareholder Resolutions*, <https://www.ussif.org/resolutions>.

¹⁴² J. GREWAL, G. SERAFEIM, A. YOON, *op. cit.* alla nota 134.

che siano presentate in assemblea), piuttosto che contrastare le loro iniziative¹⁴³. Vi sono ulteriori modi, più indiretti, in cui le iniziative degli *activists* (e in particolare le proposte sottoposte all'assemblea dei soci, che gran parte della letteratura in materia individua come lo strumento più efficace fra quelli disponibili) possono influenzare l'operato degli amministratori. Infatti, nelle società quotate (le *public corporations*) tutte le proposte che sono sottoposte al voto dei soci in assemblea generale devono essere comunicate alla SEC e vengono poi da essa pubblicate sul sito web della SEC in una banca dati da chiunque consultabile¹⁴⁴. Le società quotate tendono spesso a consultare documenti di questo tipo riferibili ad altre società, spesso operanti nella stessa industria o attingenti a un simile bacino di clientela, pertanto non è remota la possibilità (e anzi questo accade spesso) che leggendo proposte o *proxy statements* di una società simile, altre società decidano di far proprie le prassi e magari anche gli assetti organizzativi prefigurati dalla proposta o dal *proxy statement*, nonostante tali documenti non le interessassero direttamente¹⁴⁵.

Altre volte è il contenuto stesso della proposta a influenzare il comportamento successivo degli amministratori: può infatti capitare, soprattutto nei casi in cui la proposta sia promossa da un investitore che ha contribuito generosamente al capitale sociale, che si lasci intendere come alcuni degli investimenti compiuti verranno ritirati dal promotore della proposta nel caso in cui gli amministratori non diano seguito ad essa (anche nel caso di mancata approvazione). Emerge quindi come il vero fine di una proposta (o *proxy statement*) presentata dagli *shareholder activists* non sia tanto l'approvazione in assemblea quanto la sua efficacia di lungo termine e la sua attitudine a conformare il comportamento degli amministratori e le prassi della società¹⁴⁶.

Un'altra strategia più sottile ma non per questo meno utile, consiste nella presentazione di richieste di informazioni circa la *performance* ESG della società, da parte di organizzazioni non governative spesso coordinate con gli azionisti che più fanno attenzione alla sostenibilità (e avviano le iniziative descritte per far sì che la società la

¹⁴³ C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I, p. 777; dati di LAZARD, *cit.* alla nota 117.

¹⁴⁴ *Proxy statements*, proposte ex Rule 14a-8 e ogni altro documento delle società quotate sottoposto a pubblicazioni sono consultabili presso la banca dati EDGAR (*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval*), al sito <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch>.

¹⁴⁵ C.E. CLARK, E.P. CRAWFORD, *Influencing climate change policy: The effect of shareholder pressure and firm environmental performance*, in *Business and Society*, 2012, 148–175.

¹⁴⁶ C.E. CLARK, E.P. CRAWFORD, *ibidem*.

promuova). Risulta che tali richieste di *disclosure* stimolino una migliore performance e aumentino la credibilità della società. Inoltre, dato che negli Stati Uniti sono relativamente blandi i requisiti di trasparenza in tema di sostenibilità (e molte società hanno interesse a che la situazione rimanga tale), le società sono incentivate a dar seguito alle richieste di *disclosure* e migliorare la loro *performance* di sostenibilità per non attirare l'attenzione del legislatore e del regolatore¹⁴⁷.

4.2.2 Comprovati effetti positivi dell'azionariato attivo sulla sostenibilità

Soprattutto in materia di sostenibilità ambientale, vi è un filone della letteratura recente ma già piuttosto consolidato in cui si riconosce come le iniziative degli *shareholder activists* (anche dei fondi speculativi, il cui operato, come si avrà modo di approfondire, è spesso controverso) abbiano degli effetti positivi sull'ambiente.

Degli studi empirici¹⁴⁸ mostrano, in particolare, una riduzione delle emissioni inquinanti da parte degli impianti produttivi delle società oggetto di episodi di azionariato attivo a seguito di tali episodi.

Se l'impatto positivo per la sostenibilità ambientale non risulta più di tanto messo in discussione, non sempre vi è accordo della dottrina circa quelle che sono le ragioni del miglioramento della *performance* ambientale della società quando le iniziative di *shareholder activism* sono state portate avanti dai fondi speculativi. Infatti, secondo un primo orientamento dottrinale¹⁴⁹, la riscontrata riduzione del 17% delle emissioni in acqua, aria e suolo da parte degli impianti produttivi delle società nei mesi successivi le iniziative dei fondi speculativi non sarebbe attribuibile a una maggiore consapevolezza e attenzione alla tutela dell'ambiente delle società ma ad una contrazione della produzione. Oltre alla riduzione delle emissioni, lo studio riscontra un aumento della probabilità che la società oggetto di *shareholder activism* smetta di utilizzare sostanze chimiche nocive

¹⁴⁷ Questo quanto risulta dall'analisi di C.E. CLARK, E.P. CRAWFORD, *op. cit.* alla nota 145.

¹⁴⁸ P. AKEY, I. APPEL, *Environmental Externalities of Activism*, in SSRN, 13 gennaio 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3508808; Y. CHU, D. ZHAO, *Green Hedge Fund Activists*, in SSRN, 27 dicembre 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3499373; S. L. NAARAYANAN, K. SACHDEVA, V. SHARMA, *The Real Effects of Environmental Activist Investing*, in *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 743/2021*, 2019.

¹⁴⁹ P. AKEY, I. APPEL, *ibidem*.

per la salute umana e una riduzione delle sostanze cancerogene e lesive per l'uomo¹⁵⁰. Tuttavia, gli autori ritengono che questi miglioramenti siano attribuibili esclusivamente ad una contrazione del volume della produzione complessiva e ad una maggiore efficienza organizzativa, dal momento che non vengono riscontrate iniziative o campagne significative per la riduzione delle emissioni dopo che il fondo speculativo ha iniziato a partecipare alla vita delle società il cui comportamento è stato analizzato.

Un secondo filone dottrinale, sempre espresso da autori che, dopo aver condotto un'indagine empirica, hanno riscontrato una riduzione delle emissioni inquinanti da parte degli impianti produttivi delle società oggetto di episodi di *shareholder activism* dei fondi speculativi, ritiene che invece le migliori prestazioni, sul piano della sostenibilità ambientale, delle società siano attribuibili ad iniziative *ad hoc* intraprese dalla società su impulso dei fondi speculativi stessi¹⁵¹. Tali iniziative possono consistere, in particolare, nella chiusura degli impianti produttivi più inquinanti e meno efficienti dal punto di vista energetico o in investimenti in tecnologie innovative (l'impiego delle quali consenta una riduzione delle emissioni)¹⁵². Secondo la ricostruzione di certi autori¹⁵³, i fondi speculativi sarebbero stimolati a chiudere gli impianti più inquinanti per ridurre i costi in cui incorre la società, e questo sarebbe anche il motivo che spinge i fondi speculativi a cercare tecnologie più sostenibili, per rendere la produzione della società più efficiente e dunque, ancora una volta, ridurre i costi di produzione. A differenza degli interpreti la cui opinione è stata precedentemente riportata, questo secondo orientamento dottrinale non riscontra alcun calo nella produzione delle società prese in esame, mentre tutti gli autori che hanno preso in esame il fenomeno concordano sul fatto che vi sia un incremento dei profitti.

¹⁵⁰ Con valori, rispettivamente, del 5% e 24%. Tali dati sono stati raccolti dagli autori attingendo alla banca dati dell'EPA Toxic Release Inventory (TRI), e facendo riferimento a valori registrati tra il 1991 e il 2015. La banca dati raccoglie i dati relativi alle emissioni delle società che rendono *disclosures* di sostenibilità secondo gli obblighi imposti dall'EPA.

¹⁵¹ Questa la posizione espressa da Y. CHU, D. ZHAO, *op. cit.* alla nota 148, in cui si fa riferimento ai dati del TRI dell'EPA.

¹⁵² La crescita del volume di investimenti in attività di ricerca e sviluppo, che è poi ciò che porta la società a sviluppare tecnologie più innovative, sostenibili ed efficienti, viene misurato (nello studio citato alla nota precedente) guardando al numero dei brevetti ambientali (relativi, per esempio, al monitoraggio e smaltimento dei rifiuti solidi, alla limitazione dell'inquinamento di aria e acqua, o allo sviluppo di nuove metodologie per riciclare i rifiuti) registrati dalle società analizzate.

¹⁵³ Y. CHU, D. ZHAO, *op. cit.* alla nota 148.

Si potrebbe quindi concludere che, per quanto non vi sia un consenso generalizzato della dottrina circa quali siano le strategie l'impiego delle quali porta ad una riduzione delle emissioni, gli autori concordano sul fatto che tale riduzione vi sia (e sia anche significativa), motivata in ultima istanza dalla volontà dei fondi speculativi di ridurre i costi di produzione (mediante un calo nella produzione o mediante iniziative di attiva promozione delle pratiche di sostenibilità). In ogni caso, gli studi condotti finora hanno il fine primario di mostrare una correlazione empirica fra degli eventi di azionariato attivo da parte dei fondi speculativi e una riduzione delle emissioni da parte delle società prese di mira, senza inferire alcun nesso causale fra questi due elementi.

Meno controversi sono invece gli effetti e le strategie legate all'azionariato attivo promosso da altri attori, in particolare attori che hanno come scopo primario la promozione della sostenibilità. Per esempio, risulta interessante¹⁵⁴ l'attività promossa dal *Boardroom Accountability Project* (BAP), un'iniziativa che ha come fine primario l'implementazione della sostenibilità delle società statunitensi, soprattutto le quotate, attraverso la promozione di una maggiore *disclosure* di sostenibilità, la valorizzazione e creazione di una maggiore diversità nei Consigli di amministrazione, l'indirizzare la società verso attività più ecosostenibili. La strategia principale mediante cui il BAP persegue i suoi obiettivi di *shareholder activism* è la promozione di *proxy contests* per mutare la composizione del Consiglio di amministrazione sostenendo l'elezione di amministratori il cui operato sarà in linea con i fini del BAP¹⁵⁵. Nelle società oggetto delle iniziative del *Boardroom Accountability Project* si nota, nei mesi successivi agli episodi di azionariato attivo, una riduzione delle emissioni inquinanti, in aria, acqua e nel suolo, nonché una riduzione dei gas serra prodotti. È stata riscontrato, inoltre, un miglioramento

¹⁵⁴ Si è ritenuto di fare riferimento alle attività del BAP in quanto ritenute esemplificative dello *shareholder activism* promosso da enti (aventi varia forma giuridica) con lo scopo primario di promuovere la sostenibilità della società. Altre iniziative di questo tipo sono per esempio la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, la *Climate Action 100+*, la *Glasgow Financial Alliance for Net Zero*, di cui si è detto sopra (v. nota 110). La differenza fra tali iniziative e il BAP, che poi è ciò che ha suscitato interesse intorno ad esso, è che nel caso del BAP siano stati dei fondi pensione di dipendenti pubblici e un'amministrazione locale a promuovere l'iniziativa.

¹⁵⁵ Più nello specifico, il *Boardroom Accountability Project* è un'iniziativa promossa dalla città di New York a cui partecipano cinque grandi fondi pensione della città, il *New York City Employees' Retirement System*, il *Teachers' Retirement System of the City of New York*, il *New York City Police Pension Fund*, il *New York City Fire Pension Fund*, e il *New York City Board of Education Retirement System*. Questi fondi gestiscono complessivamente un patrimonio di \$199 miliardi. Maggiori informazioni sul BAP sono fornite sui siti istituzionali della città di New York, per esempio <https://comptroller.nyc.gov/services/financial-matters/boardroom-accountability-project/overview/>.

nella qualità della vita delle comunità locali (nello specifico, quelle situate nel raggio di un miglio dagli impianti presi in esame, le cui emissioni sono state ridotte), il che è stato attribuito, dagli autori che hanno condotto gli studi in materia, a una riduzione delle sostanze inquinanti nocive per la salute umana ed emesse dagli impianti produttivi della società¹⁵⁶. Si ritiene¹⁵⁷ che i fenomeni appena descritti siano attribuibili a un comportamento maggiormente consapevole delle società, che dopo le iniziative del BAP risultano più attente ad implementare la propria sostenibilità, concentrandosi in particolare sull'abbattimento delle emissioni inquinanti e su maggiori investimenti in ricerca e sviluppo.

Talvolta possono esserci anche miglioramenti della sostenibilità sul piano sociale a seguito delle iniziative degli *activists*, anche quelle promosse dai fondi speculativi. Vi è infatti uno studio molto di dettaglio¹⁵⁸ di tali iniziative nel settore bancario che ha mostrato come le banche statunitensi oggetto di *shareholder activism* condotto da fondi speculativi si dimostrassero, a seguito delle iniziative, maggiormente propense a concedere mutui agli individui afroamericani, abbassando al contempo i tassi di interesse sui mutui concessi ai medesimi individui. Si è osservata, in altre parole, una riduzione della discriminazione razziale nella concessione dei mutui da parte delle banche oggetto di attività di azionariato attivo. La spiegazione che viene data dagli autori è che la discriminazione abbia dei costi (come, per esempio, la maggiore esposizione a cause giudiziarie o la perdita di opportunità e clienti) e che i fondi speculativi, sempre nell'ottica della massimizzazione dei profitti, mirino ad eliminare tali costi. Si nota anche come, nelle banche oggetto dello studio, vi sia una riduzione non irrilevante (del 20%) nel tasso di diniego delle domande per l'apertura del mutuo presentate da individui e nuclei familiari afroamericani.

¹⁵⁶ Lo studio sinteticamente descritto è stato condotto da S. L. NAARAAYANAN, K. SACHDEVA, V. SHARMA, *op. cit.* alla nota 148, in un articolo che, come altri precedentemente citati, ha fondato la sua analisi sulle banche dati dell'EPA, tra cui il TRI e anche il GHRP (*Greenhouse Gas Reposting Program*) che traccia le emissioni di gas serra.

¹⁵⁷ S. L. NAARAAYANAN, K. SACHDEVA, V. SHARMA, *ibidem*.

¹⁵⁸ Y. CHU, B. HUANG, C. ZHANG, *The Color of Hedge Fund Activism*, in SSRN, 13 febbraio 2024, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4675362.

Risulta dunque, dall'analisi condotta, come l'azionariato attivo abbia innegabili risvolti positivi sul piano della sostenibilità, anche nel caso in cui la promozione della sostenibilità non sia l'obiettivo ultimo degli *shareholder activist* (come avviene nei casi in cui le iniziative vengono promosse dai fondi speculativi). Si ha una letteratura indubbiamente più copiosa per quanto riguarda la sostenibilità ambientale (sulla quale l'impatto positivo dell'azionariato attivo non è seriamente in discussione), ma più di recente assistiamo anche ai primi studi che evidenziano anche effetti positivi sul piano sociale correlate agli episodi di *shareholder activism*. Tuttavia, proprio le implicazioni di sostenibilità sociale di un certo tipo di azionariato attivo sono particolarmente discusse in dottrina, a volte anche energicamente criticate.

4.2.3 Le controversie in tema di azionariato attivo promosso dai fondi speculativi

Le critiche che vengono mosse avverso l'azionariato attivo, che concludono che lo stesso finisce per impattare negativamente la sostenibilità delle società interessate, si concentrano soprattutto intorno alle iniziative sostenute dai fondi speculativi¹⁵⁹, che vengono frequentemente accusati di un'attenzione esclusiva ai profitti di breve periodo e a un disinteresse per gli *stakeholders*.

È vero che risulta abbastanza inequivoca l'affermazione per cui il fine primario dei fondi speculativi che avviano iniziative di *shareholder activism* è la massimizzazione dei profitti della società in cui il fondo speculativo ha investito, anche per poi migliorare la remunerazione degli amministratori del fondo e garantire un migliore ritorno agli investitori¹⁶⁰. Non sorprende quindi che, come si ha già avuto modo di precisare, le principali critiche si concentrino intorno all'argomento per cui i fondi speculativi non abbiano una visione di lungo periodo e non pensino ad altro che al profitto, da perseguire anche, eventualmente, a scapito della sostenibilità. Infatti, si è sostenuto¹⁶¹ come il miglioramento delle prestazioni di sostenibilità della società non rientri fra le priorità del

¹⁵⁹ V. anche *supra* nota 119 per la spiegazione delle caratteristiche principali e delle strategie, spesso aggressive, che frequentemente vengono impiegate dai fondi speculativi.

¹⁶⁰ F. PARTNOY, R.S. THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, in *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Changes*, 2007.

¹⁶¹ Per esempio da parte di M.R. DESJARDINE, R. DURAND, *Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance*, in *Strategic Management Journal*, 2020, pp. 1054-1082.

fondo speculativo, poiché non sempre compatibile con un incremento dei profitti di breve periodo, a maggior ragione perché gli investimenti di sostenibilità si proiettano per loro natura in una prospettiva di lungo periodo (si pensi per esempio agli investimenti in materia di ricerca e sviluppo) e sottendono spesso la risoluzione di problematiche complesse e richiedono profondi (e non immediati) mutamenti negli assetti e nelle prassi delle società. Talvolta il costo delle iniziative che si rendono necessarie per promuovere una maggiore sostenibilità d'impresa è inconciliabile con l'incremento dei profitti nel breve periodo. In quest'ottica, una tattica spesso riscontrata è il sacrificio della prestazione in termini di sostenibilità (soprattutto sociale) della società per ridurre i costi e aumentare i profitti¹⁶². Risulta infatti una riduzione dell'occupazione e una contrazione degli investimenti in ricerca e sviluppo¹⁶³ nei cinque anni successivi l'iniziativa di *shareholder activism* dei fondi speculativi. Dunque, ad un miglioramento della prestazione economico-finanziaria si assocerebbe, nel lungo periodo, un peggioramento della sostenibilità della società¹⁶⁴.

La riduzione dell'occupazione sembra un effetto accertato da ampia porzione della letteratura in materia. Viene infatti messa in evidenza in diversi articoli¹⁶⁵, e ulteriori studi hanno anche evidenziato come, a seguito di episodi di azionariato attivo promosso dai fondi speculativi vi sia una diminuzione del 2,4% nelle contribuzioni complete dalle società datrici di lavoro ai fondi pensione da cui poi si attingerà per pagare le pensioni dei dipendenti della società¹⁶⁶. Altre ricerche¹⁶⁷, che sono giunte a risultati meno pessimistici ma non abbastanza da poter essere incoraggianti, notano una riduzione dell'orario di lavoro e un aumento nella produttività dei lavoratori dopo che le iniziative di *shareholder activism* da parte dei fondi speculativi, che si accompagna però a una stagnazione dei

¹⁶² Diversi amministratori di fondi speculativi intervistati dagli autori M. R. DESJARDINE, R. DURAND, *ibidem*, hanno dichiarato di vedere la sostenibilità in senso sociale di una società come un costo, e uno dei primi che si possono ridurre per incrementare, nell'immediato, i profitti degli investitori.

¹⁶³ Rispettivamente del 7,66% e del 9,26%.

¹⁶⁴ La *performance* di sostenibilità è stata misurata, in M. R. DESJARDINE, R. DURAND, *op. cit.* alla nota 161 attingendo ai dati e analisi della banca dati MSCI ESG.

¹⁶⁵ V. per esempio A. BAKER, *op. cit.* alla nota 120.

¹⁶⁶ V. A. AGRAWAL, Y. LIM, *The Dark Side of Hedge Fund Activism: Evidence from Employee Pension Plans*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, che hanno analizzato un campione di 544 società obiettivo di iniziative dei fondi speculativi nel periodo 2001-2014.

¹⁶⁷ A. BRAV, W. JIANG, H. KIM, *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes*, in *Review of Financial Studies*, 2015, pp. 2723-2769.

salari e non sembra si possa dire che le condizioni dei lavoratori risultino migliori a seguito delle iniziative.

Ulteriori analisi¹⁶⁸ hanno riscontrato una riduzione delle tasse versate dalla società e una contrazione degli investimenti in ricerca e sviluppo, a seguito dell'azionariato attivo dei fondi speculativi. Tuttavia, non sembra potersi concludere una maggiore attitudine di tali società all'elusione fiscale, quando più che altro una maggiore efficienza e razionalizzazione della società sul piano tributario, per cui la società non sarebbe dedita ad attività di elusione (o persino evasione) fiscale ma sarebbe semplicemente più abile nello strutturarsi in maniera tale da ridurre le imposte da lei dovute¹⁶⁹. Per quanto riguarda invece la più modesta dimensione degli investimenti in ricerca e sviluppo, si è riscontrato come essa non sia associata ad una minore innovatività della società¹⁷⁰, che anzi tende ad aumentare nel periodo esaminato dalle analisi in materia (i cinque anni successivi all'intervento dei fondi speculativi). Questo risultato (maggiore innovazione nonostante il minore investimento in ricerca e sviluppo) sembra attribuibile, ancora una volta, ad una organizzazione delle risorse più efficiente¹⁷¹.

Dunque, le presunte esternalità negative per la sostenibilità dello *shareholder activism* da parte dei fondi speculativi non sempre sono tali, e anzi il più delle volte le variazioni nelle prestazioni della società hanno spiegazioni differenti rispetto al sacrificio dei parametri di sostenibilità. L'unica nota dolente, le uniche critiche che non sembrano superabili sembrano essere quelle relative l'impatto (negativo) di un certo tipo di azionariato attivo sui lavoratori.

Va comunque ribadito che le tesi per cui lo *shareholder activism* avrebbe delle ricadute negative sulla sostenibilità viene sostenuta solo limitatamente ai casi in cui i promotori delle iniziative sono i fondi speculativi. Quando invece altri enti o investitori ricoprono il

¹⁶⁸ V. A. BAKER, *op. cit.* alla nota 120.

¹⁶⁹ C. S. A. CHENG *et al.*, *The effect of hedge fund activism on corporate tax avoidance*, in *Accounting Review*, 2012, pp. 1493–1526.

¹⁷⁰ Misurata guardando al numero di brevetti registrati dalla società prima e dopo l'iniziativa dei fondi speculativi.

¹⁷¹ Questo quanto concluso da A. BRAV, W. JIANG, S. MA, X. TIAN, *How does hedge fund activism reshape corporate innovation?*, in *Journal of Financial Economics*, 2018, pp. 237–264.

ruolo di promotori, risulta piuttosto inequivoca che l'azionariato attivo abbia un effetto positivo sugli *stakeholders*.

4.2.4 L'azionariato attivo improntato alla sostenibilità

Nel caso in cui le iniziative vengano promosse da un certo tipo di *shareholder activists* (come, per esempio, dalle organizzazioni non governative, dai sindacati o dai fondi pensione), vi sono effetti pressoché esclusivamente positivi sulle prestazioni di sostenibilità della società. Tali effetti si realizzano quando l'azionariato attivo viene portato avanti da enti che hanno come fine la promozione di un qualche aspetto di sostenibilità, come per esempio la tutela dell'ambiente o delle minoranze se si tratta di organizzazioni non governative, dei lavoratori se si tratta di sindacati. Quando questi enti intendono valorizzare li aspetti di sostenibilità di loro interesse anche nelle società, tendono ad investire in esse o a collaborare con i maggiori azionisti di tali società. L'efficacia di tali interventi non è contestata in dottrina e risulta essere di ampio raggio, poiché (soprattutto nel caso di collaborazione con gli azionisti)¹⁷² questi interventi si proiettano nei confronti di un ampio novero di società (magari accomunate dalle medesime prassi non sostenibili) e riescono a conformare l'attività di lungo periodo della società. Le tattiche di cui si avvalgono gli *shareholder activists* di questo tipo consistono nella presentazione di *proxy statements* e proposte *ex Rule 14a-8* ai soci (e l'efficacia di questi strumenti, come si è visto, può dispiegarsi a prescindere dalla loro approvazione in assemblea), nonché campagne per sostituire gli amministratori in carica¹⁷³.

Un altro fattore determinante (oltre alla natura dell'ente promotore delle iniziative e al suo fine primario) per avere interventi di azionariato attivo favorevoli alla sostenibilità ed efficaci in tal senso, risulta essere la proiezione nel lungo periodo di tali interventi. In altre parole, lo *shareholder activism* di lungo periodo è associato a miglioramenti della sostenibilità di una società. Questo avviene perché, quando un investitore si concentra

¹⁷² Chiedendo per esempio agli amministratori una più ampia *disclosure* delle informazioni di sostenibilità, v. C.E. CLARK, E. P. CRAWFORD, *op. cit.* alla nota 145 e E.M. REID, M. W. TOFFEL, *Responding to Public and Private Politics: Corporate Disclosure of Climate Change Strategies*, in *Strategic Management Journal*, 2009, pp. 1157-1178.

¹⁷³ Le strategie di sindacati e organizzazioni non governative per influenzare le società nel senso di promuovere una maggiore attenzione alla sostenibilità sono descritte da E.M. REID, M. W. TOFFEL, *ibidem*.

sulle prospettive di breve periodo (che è poi quel che si rimprovera, in questo ambito, ai fondi speculativi) e sulla massimizzazione dei profitti, l'investitore è maggiormente propenso a porre in essere pratiche rischiose e non necessariamente compatibili con la sostenibilità di impresa, che anzi può essere vista come un ulteriore costo agevolmente eliminabile¹⁷⁴. Le analisi empiriche¹⁷⁵ mostrano invece come gli investitori di lungo periodo siano anche più propensi a coordinarsi con altri investitori, in maniera tale che certe iniziative, magari eccessivamente onerose¹⁷⁶ per singoli azionisti, risultino più agevoli da compiere in concerto con altri azionisti ed esse, avendo una maggiore base di consensi, risulteranno anche più persuasive per gli amministratori¹⁷⁷.

4.2.5 Un bilancio del rapporto fra azionariato attivo e sostenibilità

Nonostante non sembrino del tutto superabili certe critiche rispetto ad alcuni tipi di azionariato attivo (in particolare quelle per cui le iniziative promosse dai fondi speculativi avrebbero effetti negativi per i lavoratori) tali critiche di per sé non risultano sufficienti a concludere che lo *shareholder activism* non abbia un impatto positivo per la sostenibilità. È indubbia l'attenzione di molteplici promotori delle iniziative di azionariato attivo ai temi ESG e la loro attività ha portato a moltissimi risultati, che sono stati analizzati dalla letteratura in materia sia in una prospettiva di ampio respiro che nello specifico. Peraltro, anche per quanto riguarda la tutela dei lavoratori, essa non solo non è messa a repentaglio dall'azionariato attivo promossa da enti diversi dai fondi speculativi, ma risulta persino rafforzata quando lo *shareholder activism* è portato avanti da attori che abbiano una specifica attenzione per la sostenibilità intesa in questo senso¹⁷⁸. Per quanto riguarda

¹⁷⁴M.R. DESJARDINE, R. DURAND, *op. cit.* alla nota 161.

¹⁷⁵ Portate avanti da D. O. NEUBAUM, S.A. ZAHRA, *Institutional Ownership and Corporate Social Performance: The Moderating Effects of Investment Horizon, Activism, and Coordination*, in *Journal of Management*, 2006, pp. 108-131.

¹⁷⁶ Come può esserlo la promozione di un *proxy contest*, il cui prezzo non è quasi mai inferiore a un milione di dollari (v. M. R. LEVIN, *The Cost of Proxy Contests*, in *The Activist Investor*, 25 maggio 2022) dal momento che il materiale deve essere distribuito in formato cartaceo a tutti gli azionisti e vi sono ingenti spese legali sottese alla redazione di un *proxy*, per garantire il rispetto della normativa federale in materia.

¹⁷⁷ A queste conclusioni giungono D. O. NEUBAUM, S.A. ZAHRA, *op. cit.* alla nota 175. In tale articolo, le prestazioni di sostenibilità della società vengono misurate facendo riferimento ai sistemi di rating di KLD.

¹⁷⁸ Per esempio, A. AGRAWAL, *Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting*, in *The Review of Financial Studies*, 2012, pp. 187–226 spiega come sindacati e simili investitori (come per esempio certi fondi pensione) abbiano come scopo primario l'interesse e la tutela dei lavoratori più che la massimizzazione dei profitti della società, e questo si riflette nelle loro iniziative di *shareholder activists*, che portano quasi sempre a un maggior benessere dei lavoratori.

invece la sostenibilità ambientale e tutto ciò che è ad essa associato (fra cui anche la salute di coloro che vivono nelle zone limitrofe agli impianti produttivi delle società oggetto di episodi di azionariato attivo)¹⁷⁹, essa è senza dubbio valorizzata dagli interventi degli *shareholder activists*, compresi i fondi speculativi.

4.3 Azionariato attivo per la promozione della sostenibilità e operazioni societarie straordinarie

Si ritiene che l'azionariato attivo improntato alla promozione della sostenibilità possa portare ad una valorizzazione di essa anche nel contesto delle operazioni societarie straordinarie, almeno nei casi in cui le iniziative siano promosse da un certo tipo di *shareholder activists* (come, per esempio, le organizzazioni non governative). Inoltre, anche nei casi in cui non si può sostenere che uno dei motori principali dello *shareholder activism* sia l'attenzione alla sostenibilità (come nel caso di iniziative promosse dai fondi speculativi) risulta esservi quasi sempre una correlazione positiva fra le iniziative di azionariato attivo e le prestazioni di sostenibilità. Pertanto, quando lo *shareholder activism* si sovrappone alle (o sfocia in) operazioni societarie straordinarie, non sembra eccessivamente ottimista la speranza per cui l'*activism* possa portare ad una maggiore implementazione della sostenibilità durante e a seguito di tali operazioni. Può, per esempio, avvenire che l'operazione straordinaria sia essa stessa oggetto di un'iniziativa di azionariato attivo (per esempio, l'acquisizione di una partecipazione totalitaria o quasi da parte dell'*activist* interessato alla sostenibilità) oppure la conseguenza diretta di essa (come nel caso in cui il nuovo gruppo di controllo, costituito da promotori di attività di azionariato attivo, istituisca nuovi amministratori che si ritiene miglioreranno le prestazioni di sostenibilità della società). Va ricordato, a tal fine, come il termine che comunemente si usa nell'ordinamento statunitense per indicare le operazioni straordinarie sia *Mergers and Acquisitions*, che ha un significato decisamente più ampio del termine fusione ed è assimilabile all'espressione "concentrazione" e, oltre alla classica fusione, può comprendere anche altre tipologie di mutamenti organizzativi strutturali che interessano la società, quali tutti gli interventi che determinano il mutamento del controllo sull'impresa e che si proiettano su un orizzonte temporale di lungo periodo.

¹⁷⁹ S. L. NAARAYANAN, K. SACHDEVA, V. SHARMA, *op. cit.* alla nota 148

Oppure l'intersezione fra concentrazioni e azionariato attivo di sostenibilità può determinarsi quando l'operazione straordinaria si colloca all'esito di iniziative più miti volte a promuovere la sostenibilità che però non abbiano sortito alcun effetto (come per esempio delle proposte, anche approvate dai soci, cui gli amministratori non hanno dato seguito) e per reagire ad una eventuale inerzia del Consiglio di amministrazione uno degli strumenti a disposizione degli azionisti è l'avvio di una scalata ostile (nient'altro che una *merger* ai sensi del diritto statunitense) per nominare nuovi amministratori che ascoltino maggiormente gli *shareholder activists*. O, al contrario, nei casi in cui l'operazione straordinaria possa essere realizzata solo con il consenso dei soci, gli *activists* potrebbero avere un ruolo cruciale per sottoporre i temi di sostenibilità (su cui l'operazione potrebbe riverberarsi negativamente) all'attenzione dell'assemblea, e magari riuscire addirittura a bloccare l'operazione se ritenuta non sostenibile o permettere che la stessa venga consumata con maggiore attenzione ai parametri ESG.

In conclusione, lo *shareholder activism* ha fatto di recente grandi passi avanti in tema di sostenibilità, e si può immaginare facilmente come esso potrebbe fungere da strumento per una maggiore implementazione della tutela della sostenibilità nelle operazioni societarie straordinarie, anche perché l'azionariato attivo è una delle tendenze più significative nel conformare le *Mergers and Acquisitions* statunitensi negli ultimi anni. Tuttavia, sarebbe ingenuo ritenere che lo *shareholder activism* possa funzionare come una sorta di panacea in grado di sanare tutti i mali (in termini di sostenibilità) che possono sorgere dalle operazioni societarie straordinarie.

Pertanto, è meglio trarre conclusioni più prudenti, riconoscendo il grande potenziale dell'azionariato attivo per una valorizzazione delle società nelle operazioni societarie straordinarie, anche in considerazioni del fatto che le maggiori innovazioni nel diritto societario statunitense (soprattutto nell'ambito delle operazioni straordinarie) sono germogliate dall'iniziativa, dalla creatività delle società (e dei loro avvocati), ma restando consapevoli della circostanza che vi sono anche insidie e lati oscuri dello *shareholder activism*, proprio sul piano della sostenibilità, soprattutto in termini di tutela dei lavoratori. Si può quindi riporre fiducia nell'azionariato attivo affinché porti ad un consolidarsi della consapevolezza dell'importanza della sostenibilità, nell'opinione

pubblica, nella dottrina, nella giurisprudenza, e magari un giorno anche nel legislatore e nel regolatore. I tempi non sembrano maturi per una diretta imposizione (mediante legge o regolamento) dell'attenzione ai parametri ESG nello strutturare le operazioni societarie straordinarie, ma ad una legge o regolamento che preveda qualcosa di simile si potrebbe arrivare proprio grazie allo *shareholder activism*. Nel mentre si potrebbero immaginare degli interventi legislativi in tema di azionariato attivo, *in primis* per contenere le esternalità negative che potrebbero derivare da certi episodi di *shareholder activism* (si potrebbero per esempio prefigurare misure a tutela dell'occupazione a seguito delle iniziative degli *shareholder activists* che potrebbero minacciarla). Interventi di questo tipo non sembrerebbero avventati né prematuri, dal momento che è già avvertita da tempo¹⁸⁰ l'esigenza di misure legislative o regolamentari sul tema, anche perché l'azionariato attivo è ormai una tendenza consolidata, che va avanti da decenni (basti pensare che il cd. *Icahn Manifesto*, considerato uno dei documenti fondanti dello *shareholder activism*, risale a quasi cinque decenni fa).

¹⁸⁰ V. per esempio C. HILL, *et al.*, *op. cit.* alla nota 2 del Capitolo I.

CONCLUSIONE

Si ritiene che, per quanto riguarda il rapporto tra concentrazioni societarie e sostenibilità, non esista un'unica soluzione in grado di fungere da panacea, ma è opportuno osservare il tipo di concentrazione considerata, il luogo (o luoghi) in cui essa si consuma o produrrà i suoi effetti (e, in considerazione di ciò, individuare gli ordinamenti le cui autorità saranno competenti a scrutinare l'operazione) ed eventualmente anche il mercato rilevante, per interrogarsi, in considerazione di questi elementi, su quello che sia il rimedio più opportuno.

Per quanto riguarda le *killer acquisitions*, sembra che, nel continente europeo, un ruolo cruciale per arginare i loro effetti negativi possa essere svolto dalle autorità di regolazione, che stanno già affinando da tempo gli strumenti per intercettare questo tipo di concentrazioni, particolarmente lesive per l'innovazione e per il diritto alla salute e la tutela dei dati personali degli utenti quando si realizzano, rispettivamente, nell'industria farmaceutica e nei mercati digitali. Fra gli espedienti finora elaborati per consentire la sottoposizione delle *killer acquisitions* al controllo delle autorità antitrust (anche di quelle che, normalmente, sarebbero operazioni sottosoglia) la soluzione più promettente sembra l'attribuzione di un più ampio margine di azione alle autorità di regolazione nell'individuazione delle concentrazioni sospette di essere *killer acquisitions*, sempre entro il perimetro delineato dal legislatore e solo nell'ottica di intercettare le *killer acquisitions*; tuttavia, limitarsi all'individuazione di questo tipo di concentrazioni e alla sottoposizione di esse al controllo antitrust sembra necessario ma non sufficiente per arginare significativamente le potenzialità lesive di tali operazioni per la sostenibilità, poiché solo una maggiore attenzione agli effetti che le *killer acquisitions* possono avere sulla sostenibilità (e specificamente sull'innovazione) è ciò che consente di smorzare o annichilire il pregiudizio per i diritti dei consumatori e utenti che queste concentrazioni possono portare con sé.

Più in generale, una maggiore integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle valutazioni delle concentrazioni da parte della autorità antitrust sembra costituire la strada più promettente per permettere una piena valorizzazione della sostenibilità in questo ambito, almeno nell'ordinamento UE e in quelli degli Stati Membri, dal momento che pare fondata la tesi per cui il diritto antitrust (europeo e nazionale) avrebbe già in sé norme e principi, contenuti anche a livello dei trattati, che consentano di integrare l'attenzione

alla sostenibilità, e in particolare alla sostenibilità ambientale, in tutte le politiche e azioni delle istituzioni. In futuro è anche prospettabile un intervento legislativo nel senso di indicare come dovuta, sia per le parti che per le autorità antitrust, una maggiore attenzione alle istanze di sostenibilità nello strutturare e nel valutare le concentrazioni, ma, al momento, l'introduzione di previsioni legislative di questo tipo sembra prematura; invece, potrebbero costituire un utile ausilio nuove previsioni di *soft law* in materia di concentrazioni che valorizzino la sostenibilità, nonché l'adozione di nuove interpretazioni delle norme esistenti che siano improntate alla sostenibilità e che elevino essa a canone ermeneutico.

Un discorso a parte va compiuto per gli Stati Uniti d'America, ove le criticità emerse sono le stesse ma le soluzioni più adeguate sembrano differire da quelle prospettate per gli ordinamenti del continente europeo. Infatti, i rimedi, proposti e a volte anche adottati, che realizzano un'imposizione dall'alto di una maggiore attenzione alla sostenibilità nelle operazioni di diritto societario non sono stati accolti positivamente dalla dottrina e dagli operatori economici, e si sono rivelati scarsamente efficaci (le poche volte che hanno visto la luce), mentre invece risultano promettenti le iniziative degli *shareholder activists*, che negli Stati Uniti sono state annoverate tra le tendenze più significative in ambito di operazioni societarie straordinarie degli ultimi anni e in cui emerge, molto spesso, una marcata attenzione agli temi di sostenibilità.

Bibliografia

- (EFSA), A. E. (s.d.). *Glyphosate*. Tratto il giorno agosto 26, 2024 da <https://www.efsa.europa.eu/en/topics/topic/glyphosate>
- (IARC), I. A. (s.d.). *IARC Monographs Volume 112: Evaluation of Five Organophosphate Insecticides and Herbicides*. Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS).
- (NRDC), N. R. (2019, settembre 3). Comments on Glyphosate Proposed Interim Registration Review Decision (PID). *Document ID EPA-HQ-OPP-2009-0361-2340*. Tratto il giorno agosto 26, 2024 da <https://www.agripulse.com/ext/resources/pdfs/g/nrdc-glyphosate-cancer-comments-20190903.pdf>
- A.R. PALMER et al. . (1980). Economic Implications of Regulating Chlorofluorocarbon Emissions from Nonaerosol Applications. *Rand Corp. Rep. No. R-2524-EPA*.
- Aboud v. Detroit Board of Education, 431 U.S. 209 (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES 1977).
- Accoglimento della richiesta della Autorità Belga per la concorrenza di esaminare la concentrazione fra Grail e Illumina, C(2021) 2849 (COMMISSIONE EUROPEA aprile 19, 2021).
- Accoglimento della richiesta della Autorità dei Paesi Bassi per la concorrenza di esaminare la concentrazione fra Grail e Illumina, C(2021) 2855 (COMMISSIONE EUROPEA aprile 19, 2021).
- Accoglimento della richiesta della Autorità Francese per la concorrenza di esaminare la concentrazione fra Grail e Illumina, C(2021) 2847 final (COMMISSIONE EUROPEA aprile 19, 2021).
- Accoglimento della richiesta della Autorità Greca per la concorrenza di esaminare la concentrazione fra Grail e Illumina, C(2021) 2848 (COMMISSIONE EUROPEA aprile 19, 2021).
- Accoglimento della richiesta della Autorità Islandese per la concorrenza di esaminare la concentrazione fra Grail e Illumina, C(2021) 2854 (COMMISSIONE EUROPEA aprile 19, 2021).
- Accoglimento della richiesta della Autorità Norvegese per la concorrenza di esaminare la concentrazione fra Grail e Illumina, C(2021) 2851 (COMMISSIONE EUROPEA aprile 19, 2021).

- ACKERMAN, D. (2024, maggio 13). *The number of publicly traded companies in the U.S. is in decline. Here's why that matters*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Marketplace: <https://www.marketplace.org/2024/05/13/the-number-of-publicly-traded-companies-in-the-us-is-in-decline-heres-why-that-matters/>
- AGENZIA ITALIANA DEL FARMACO (AIFA). (s.d.). *Orphan Medicinal Products*. Tratto il giorno agosto 26, 2024 da <https://www.aifa.gov.it/en/farmaci-orfani>
- AGENZIA ITALIANA DEL FARMACO. (s.d.). *Autorizzazione dei farmaci*. Tratto il giorno agosto 29, 2024 da <https://www.aifa.gov.it/autorizzazione-dei-farmaci>
- AGHION, P., N. B., BLUNDELL, R., GRIFFITH, R., & HOWITT, P. (2005). Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(2), 701-728.
- AGRAWAL, A. (2012). Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting. *The Review of Financial Studies*, 187–226.
- AGRAWAL, A., & LIM, Y. (2017). The Dark Side of Hedge Fund Activism: Evidence from Employee Pension Plans. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- AISE. (2003, gennaio). AISE Implementation of the AISE Code of Good Environmental Practice for Household Laundry Detergents in Europe, 1996/2001 Final Report.
- AKEY, P., & APPEL, I. (2020, gennaio 13). *Environmental Externalities of Activism*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3508808
- ALEXIADIS, P., & BOBOWIEC, Z. (2020). Eu merger review of "killer acquisitions" in digital markets threshold issues governing jurisdictional and substantive standards of review. *Indian Journal of Law and Technology*, 16(2), 64-102.
- ALEXIADIS, P., & DE STREEL, A. (2022). The EU's Digital Markets Act: Opportunities and Challenges Ahead. *Business Law International*, 23(2), 163-201.
- ALLEN, W. T., KRAAKMAN, R. H., & KHANNA, V. S. (2021). *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*. Boston: Aspen Publishing.
- ALSFORD, J. (2023, ottobre 13). *Trends for the Next Decade of Sustainable Investing*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Morgan Stanley: <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-investing-10-year-outlook>
- Altieri, M. A. (1999). The Ecological Role of Biodiversity in Agroecosystems. *Agriculture, Ecosystems & Environment*, 74(1), 19-31.

- ANDERSON, D., & BROWN, J. (2023, settembre). *2023 Proxy Voting Summary*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Trowe price: <https://www.troweprice.com/institutional/ca/en/insights/articles/2023/q3/2023-proxy-voting-summary-na.html>
- ANGHELESCU, I. (2023, settembre 4). *A guide to international sustainability regulations*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da EW Nutrition: <https://ew-nutrition.com/guide-sustainability-regulations/>
- ARONSON, J. K., & GREEN, A. R. (2020). Me-too pharmaceutical products: History, definitions, examples, and relevance to drug shortages and essential medicines lists . *British Journal of Clinical Pharmacology*, 2114-2122.
- Aurubis/Metallo Group Holding, Caso M.9409 (COMMISSIONE EUROPEA novembre 19, 2019).
- Atto Unico Europeo, firmato a Lussemburgo e a L'Aia il 17 febbraio 1986, entrato in vigore il 1° luglio 1987, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 169 del 29 giugno 1987.
- AUSTRALIAN COMPETITION AND CONSUMER COMMISSION. (2019). *Digital Platforms Inquiry, final report*. Canberra.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO. (2017, maggio 12). WhatsApp fined for 3 million euro for having forced its users to share their personal data with Facebook. Roma.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO. (2021, marzo 22). Proposte di riforma concorrenziale ai fini della legge annuale per il mercato e la concorrenza anno 2021. *Segnalazione n. ASI730*. Roma.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO. (2022, dicembre 13). Comunicazione relativa all'applicazione dell'articolo 16, comma 1-bis, della legge 10 ottobre 1990, n. 287 . *delibera n. 30407*. Roma.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO; AUTORITÀ PER LE GARANZIE NELLE COMUNICAZIONI; GARANTE PER LA PROTEZIONE DEI DATI PERSONALI. (2017/2018). *Indagine conoscitiva sui big data*. Roma.
- AUTORITEIT CONSUMENT EN MARKT (ACM). (2020, luglio 9). Draft Guidelines on Sustainability Agreements. L'Aia.

- Axon Enters., Inc. v. FTC, 598 U.S. 126 (Supreme Court of the United States 2023).
- BAGNOLI, V. (2019). Questions that Have Arisen since the EU Decision on the Whatsapp Acquisition by Facebook. *Market and Competition Law Review*, 3(1), 15-51.
- BAKER, A. (2021). The Effects of Hedge Fund Activism. *ECGI*.
- BALZ, K. F. (2003). No-shop clauses. *Delaware Journal Of Corporate Law*, 513.
- BANK, S. V. (2019). *Us Startup Outlook 2019: Key Insights From The Silicon Valley Bank Startup Outlook Survey 10*.
- Barkan v. Amsted Indus., Inc., 567 A.2d 1279 (Delaware Supreme Court 1989).
- BARKER, W. C. (2003, agosto). *Guideline for Identifying an Information System as a National Security System*. Tratto il giorno agosto 30, 2024 da National Institute of Standards and Technology, Technology Administration U.S. Department of Commerce (NIST): <https://csrc.nist.gov/pubs/sp/800/59/final>
- BARKLAYS INVESTMENT BANK. (2024). *Activists secure more board seats and demand M&A*. Relazione del 2023 sullo Shareholder activism.
- BAYER / MONSANTO, Caso M.8084 (COMMISSIONE EUROPEA maggio 29, 2018).
- BEBCHUK, L. A., BRAV, A., & JIANG, W. (2015). The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism. *Columbia Law Review*, 1085–1155.
- BENBROOK, C. M. (2019). How Did the US EPA and IARC Reach Diametrically Opposed Conclusions on the Genotoxicity of Glyphosate-Based Herbicides? *Environmental Sciences Europe*.
- BERGH, R. V., & CAMESASCA, P. (2006). *European Competition Law and Economics*. Mytholmroyd: Sweet & Maxwell.
- BERGMAN, M. A., COATE, M. B., JAKOBSSON, M., & ULRICK, S. W. (2011). Merger Control in the European Union and the United States: Just the Facts. *European Competition Journal*, 89-125.
- BERRETTA, M., LATRONICO, N., & TREMOLADA, R. (2023). Concentrazioni sotto soglia: più coni d'ombra che luce nei recenti sviluppi a livello europeo e nazionale. *Rivista Corporate Governance*, 3, 639-680.
- BERRY, T., & SCHULP, J. (2022, luglio 1). SEC Should Reject Climate Rules Over First Amendment Issue. *Law360*.

- BIDEN, J. (2021, gennaio 20). Executive Order 13990, Protecting Public Health and the Environment and Restoring Science to Tackle the Climate Crisis. *Federal Register*, vol. 86, pp. 7037–7043.
- BIDEN, J. (2021, gennaio 27). Executive order 14008–tackling the climate crisis at home and abroad. *Federal Register* 86, 7619–7633.
- BIDEN, J. (2021, dicembre 9). Executive order 14057–catalyzing clean energy industries and jobs through federal sustainability. *Federal Register*, 86, 71047–71070.
- BLINKEN, A. (2021, febbraio 19). Press statement: The United States officially rejoins the Paris agreement. *comunicato stampa*.
- Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934 (Delaware Chancery Court 2013).
- BOURREAU, M., & STREEL, A. D. (2019, marzo 11). *Digital Conglomerates and EU Competition Policy*. Tratto il giorno agosto 29, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3350512
- BRAGDON, S. H. (2020). Global Legal Constraints: How the International System Fails Small Scale Farmers and Agricultural Biodiversity, Harming Human and Planetary Health, and What to Do about It. *American University International Law Review*, 36(1), 2-51.
- BRAV, A., JIANG, W., & KIM, H. (2015). The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes. *Review of Financial Studies*, 2723–2769.
- BRAV, A., JIANG, W., & LI, R. (2022). Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence . *Oxford Research Encyclopedias: Economics and Finance*.
- BRAV, A., JIANG, W., MA, S., & TIAN, X. (2018). How does hedge fund activism reshape corporate innovation? *Journal of Financial Economics*, 237–264.
- BREED, L., LOUGHLIN, C., & OTTENBERG, J. (2023, aprile 20). *U.S. Supreme Court clears the way for constitutional challenges to FTC, SEC* . Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Hogan Lovells: <https://www.jdsupra.com/legalnews/u-s-supreme-court-clears-the-way-for-2604700/>
- Broz v. Cellular Info Sys., 673 A. 2d 148 (Supreme Court of Delaware 1996).

- BUNDESKARTELLAMT. (2016, marzo 3). Bundeskartellamt initiates proceeding against Facebook on suspicion of having abused its market power by infringing data protection rules. Bonn.
- BUNDESKARTELLAMT. (2019, febbraio 7). Bundeskartellamt prohibits Facebook from combining user data from different sources. Bonn.
- Business Roundtable et al. v. SEC , No. 10-1305 (U.S. Court of Appeals for the District of Columbia Circuit 2011).
- Car Emissions, Caso AT.40178 (COMMISSIONE EUROPEA luglio 8, 2021).
- Carmody v. Toll Bros., Inc., 723 A.2d 1180 (Court of Chancery of Delaware luglio 24, 1998).
- CARPENTER, D. R., & GORSEN, M. F. (2024, febbraio 1). *California's New Climate Disclosure Laws Under Fire in Lawsuit Against California Air Resources Board*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Sidley: <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2024/02/californias-new-climate-disclosure-laws-under-fire>
- CATRICALÀ, A. et al., *Diritto antitrust*. Sezione IX: Merger Control. Milano: Giuffrè Editore, 2021.
- CECED, Caso IV.F.1/36.718 (COMMISSIONE EUROPEA gennaio 25, 1999).
- CHENG C. S. A. et al., . (2012). The effect of hedge fund activism on corporate tax avoidance. *Accounting Review*, 1493–1526.
- CHU, Y., & ZHAO, D. (2019, dicembre 27). *Green Hedge Fund Activists*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3499373
- CHU, Y., HUANG, B., & ZHANG, C. (2024, febbraio 13). *The Color of Hedge Fund Activism*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4675362
- Citizens United v. FEC, 558 U.S. 310 (Supreme Court of the United States 2010).
- CLAPP, J. (2017). Bigger is Not Always Better: The Drivers and Implications of the Recent Agribusiness Megamergers. *Global Food Politics Group*.
- CLAPP, J. (2018). Mega-Mergers on the Menu: Corporate Concentration and the Politics of Sustainability. *Global Environmental Policy*, 18(2), 12-33.

- CLARICH, M. (2022). *Manuale di diritto amministrativo* (V edizione ed.). Bologna: il Mulino.
- CLARK, C., & CRAWFORD, E. (2012). Influencing climate change policy: The effect of shareholder pressure and firm environmental performance. *Business and Society*, 148–175.
- CLARKIN, C. M., SAWYER, M., & LEVIN, J. L. (2020, giugno 22). *The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Harvard Law School Forum on Corporate Governance: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/22/the-rise-of-standardized-esg-disclosure-frameworks-in-the-united-states/>
- Clayton Antitrust Act of 1914, Pub. L. No. 63-212, 38 Stat. 730 (15 U.S.C. §§ 12-27)
- CLCV e a. (impianto di manipolazione su motore diesel), C-693/18 (CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA dicembre 17, 2020).
- COLE, D., & GROSSMAN, P. (1990). When is Command-and-Control Efficient? Institutions, Technology, and the Comparative Efficiency of Alternative Regulatory Regimes for Environmental Protection. *Wisconsin Law Review*, 887-938.
- COLOMO, P. I. (2016). Restrictions on Innovation in EU Competition Law. *European Law Review*, 201-219.
- COMMISSIONE EUROPEA. (1998, luglio 22). , Raccomandazione della Commissione sulla buona pratica ambientale relativa ai detersivi da bucato per uso domestico . 98/480/EC. Bruxelles.
- COMMISSIONE EUROPEA. (2004, febbraio 5). Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese. *GUUE C 31*, 5-18. Bruxelles.
- COMMISSIONE EUROPEA. (2006, dicembre 8). Comunicazione della Commissione relativa all'immunità dalle ammende o alla riduzione del loro importo nei casi di cartelli tra imprese. *GUUE C 298*, pp. 17-22. Bruxelles.
- COMMISSIONE EUROPEA. (2013). *Contribution to OECD, The Role and Measurement of Quality in Competition Analysis*. Tratto il giorno agosto 30, 2024 da <http://www.oecd.org/competition/Quality-in-competition-analysis-2013.pdf>

COMMISSIONE EUROPEA. (2015, gennaio 28). Mergers: Commission approves acquisition of GSK's oncology business by Novartis, subject to conditions. *rassegna stampa*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2016, luglio 19). Antitrust: Commission fines truck producers € 2.93 billion for participating in a cartel. *rassegna stampa*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2016, dicembre 20). Mergers: Commission alleges Facebook provided misleading information about WhatsApp takeover. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2016, agosto 11). Mergers: Commission opens in-depth investigation into proposed merger between Dow and Dupont. *rassegna stampa*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2017, maggio 18). EU Commission fines Facebook €110m for providing misleading information in relation to WhatsApp acquisition. *rassegna stampa*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2019, novembre 19). Mergers: Commission clears Aurubis' acquisition of Metallo. *comunicato stampa*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2021, luglio 8). Antitrust: Commission fines car manufacturers €875 million for restricting competition in emission cleaning for new diesel passenger cars. *rassegna stampa*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2021, marzo 31). Comunicazione della Commissione – Orientamenti della Commissione sull'applicazione del meccanismo di rinvio di cui all'articolo 22 del regolamento sulle concentrazioni per determinate categorie di casi. GUUE C. 113.

COMMISSIONE EUROPEA. (2021, aprile 20). Mergers: Commission to assess proposed acquisition of GRAIL by Illumina. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2021). *Staff working document evaluation of procedural and jurisdictional aspects of EU merger control*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2022, settembre 6). Mergers: Commission prohibits acquisition of GRAIL by Illumina. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2023, settembre 10). Competition merger brief EU Green Mergers & Acquisitions Deals – How Merger control Contributes to a Sustainable Future. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2023, luglio 21). Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale. *Comunicazione 2023/C 259/01*. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2023, luglio 12). Mergers: Commission fines Illumina and GRAIL for implementing their acquisition without prior merger control approval. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA. (2024, aprile 12). Commission approves Illumina's plan to unwind its completed acquisition of GRAIL. Bruxelles.

COMMISSIONE EUROPEA DIREZIONE GENERALE DELLA CONCORRENZA. (2021, settembre). *The use of COVID-19 related state aid measures by EU Member States*. Tratto il giorno agosto 30, 2024 da Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione Europea: <https://data.europa.eu/doi/10.2763/962262>

Compagnie générale maritime and Others v Commission, Caso T-86/95 (CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA febbraio 28, 2002).

CONGRESSO DEGLI STATI UNITI. (s.d.). *167 CoNG. REC. H2863* . Congressional Record del 16 giugno 2021, Washington D.C.

Consumer Detergents, Caso COMP/39579 (COMMISSIONE EUROPEA aprile 13, 2011).

CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA. (2024, marzo 21). Illumina-Grail Merger: AG Emiliou proposes to set aside the General Court judgment and annul Commission decisions on referral request. *rassegna stampa no. 56/24*. Lussemburgo.

COSTAS-FERREIRA, C., DURÁN, R., & FARO, L. R. (2022, aprile 21). Toxic Effects of Glyphosate on the Nervous System: A Systematic Review. *International Journal of Molecular Sciences*, 23(9), 4605.

CRAIG, R. (2023). Climate adaptation law and policy in the United States. *Frontiers in Marine Science*.

CUNNINGHAM, C., EDERER, F., & MA, S. (2021). Killer Acquisitions. *Journal of Political Economy*, 129(3), 649-702.

DAY, P. (2019-2020). Cambridge Analytica and Voter Privacy. New Challenges in Election Oversight & Regulation. *Georgetown Law Technology Review*, 583-607.

Delaware General Corporation Law, Titolo 8, Del. Code Ann. §§ 101-398.

- DENES, M., KARPOFF, J., & MCWILLIAMS, V. (2017). Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, 405–424.
- DERNBACH, J. C., SINGLETON, R. V., WHARTON, C. S., & WASSON, C. J. (2021). *A Practical Guide to Legal Writing and Legal Method*. New York: Wolters Kluwer
- DESJARDINE, M., & DURAND, R. (2020). Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance. *Strategic Management Journal*, 1054-1082.
- Digital Competition Expert Panel. (2019). *Unlocking digital competition. Report of the Digital Competition Expert Panel*. Londra: CMA.
- DOJ, U., & FTC. (2010). Horizontal Merger Guidelines.
- DOLMANS, M. (2020). Sustainable Competition Policy. *Competition Law and Policy Debate*, 4-23.
- DOUGLAS, A. (2018). Agribusiness and Antitrust: the Bayer-Monsanto merger, its legality, and its effects on the United States and European Union. *Global Business Law Review*, 156.
- Dow/DuPont, Caso M.7932 (COMMISSIONE EUROPEA marzo 27, 2017).
- DUSO, T., BERNHARDT, L., & PIECHUKA, J. (2024, luglio 16). *The evolution of theories of harm in EU merger control*. Tratto il giorno agosto 30, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4892587
- E. P. SESKIN et al. (1983). An Empirical Analysis of Economic Strategies for Controlling Air Pollution. *Journal of Environmental Economics and Management*, 112-114.
- EESLEY, C., DECELLES, K. A., & LENOX, M. (2016). Through the Mud or in the Boardroom: Examining Activist Types and Their Strategies in Targeting Firms For Social Change. *Strategic Management Journal*, 2425-2440.
- EIFERT, M., METZGER, A., SCHWEITZER, H., & WAGNER, G. (2021). Taming the giants: The DMA/DSA package. *Common Market Law Review*, 58(4), 987-1028.
- ENGLER, H. (2024, marzo 8). *Legal experts take opposing views on SEC's climate disclosure rule and the First Amendment*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Thomson Reuters: <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/esg/sec-climate-rule-first-amendment/>
- Environmental Protection Agency (EPA). (s.d.). *Glyphosate*. Tratto il giorno agosto 26, 2024 da <https://www.epa.gov/ingredients-used-pesticide-products/glyphosate>

Environmental Protection Agency (EPA), O. o. (2016). *Glyphosate Issue Paper: Evaluation of Carcinogenic Potential*.

EPSTEIN, R. A. (2008). Why the Modern Administrative State Is Inconsistent with the Rule of Law. *New York University Journal of Law and Liberty* , 491-515.

EUROPEAN MEDICINE AGENCY. (s.d.). *Marketing Authorization*. Tratto il giorno agosto 29, 2024 da <https://www.ema.europa.eu/en/human-regulatory-overview/marketing-authorisation>

F. ROACH et al. (1981). Alternative Air Quality Policy Options in the Four Corners Region. *Southwest Review*.

Facebook/WhatsApp, Caso M.7217 (COMMISSIONE EUROPEA ottobre 3, 2014).

FARBER, S. C., & MARTIN, R. E. (1986, Dicembre). Market Structure and Pollution Control under Imperfect Surveillance. *Journal of Industrial Economics*, 35(2), 147-160.

FEDERAL TRADE COMMISSION. (2022, agosto). Respondent's Answer and Affirmative Defenses. *FTC Docket No. 9411* .

FEDERAL TRADE COMMISSION. (2024, febbraio 8). Answers and Defenses of Respondent Novant Health, Inc. *FTC Docket No. 9425*.

FEDERAL TRADE COMMISSION e DEPARTMENT OF JUSTICE. (2003). *Hart-Scott-Rodino Annual Report Fiscal Year 2003*.

FEDERAL TRADE COMMISSION e DEPARTMENT OF JUSTICE. (2012). *Hart-Scott-Rodino Annual Report Fiscal Year 2012*.

FEDERAL TRADE COMMISSION e DEPARTMENT OF JUSTICE. (2022). *Hart-Scott-Rodino Annual Report, Fiscal Year 2022*.

FINK, L. (2020). *A Fundamental Reshaping of Finance. 2020 Letter to CEOs*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da BlackRock: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>

First Amended Complaint for Injunctive and Other Equitable Relief, Federal Trade Commission v. Facebook, Inc., No. 1:20 (District of Columbia agosto 19, 2021).

FOOD AND DRUG ADMINISTRATION. (s.d.). *The Drug Development Process*. Tratto il giorno agosto 29, 2024 da <https://www.fda.gov/patients/learn-about-drug-and-device-approvals/drug-development-process>

- FOREMAN, K., & FAYNE, K. (2020). To Catch a Killer: Could Enhanced Premerger Screening for ‘Killer Acquisitions’ Hurt Competition? *Antitrust Magazine*.
- FOTI, M. (2024, aprile 8). Digital Markets Act: impatto globale e nuove regolamentazioni. *Altalex*.
- GAINES, M., & CETERA, M. (s.d.). *Roundup Lawsuit Update*. Tratto il giorno agosto 26, 2024 da https://www.forbes.com/advisor/legal/product-liability/roundup-lawsuit-update/#roundup_cancer_lawsuits_section
- GARRATTINI, S. (1997). Are Me-Too Drugs Justified. *Journal of Nephrology*, 10(6), 283-294.
- GAUTIER, A., & LAMESCH, J. (2021). Mergers in the digital economy. *Information Economics and Policy*, 54.
- GHEZZI, F., & MAGGIOLINO, M. (2023). La nuova disciplina di controllo delle concentrazioni in Italia: alla ricerca di una convergenza con il diritto europeo. *Rivista delle Società*, 60(1), 32-80.
- GHEZZI, F. e OLIVIERI, D., *Diritto antitrust*. Capitolo V: Le concentrazioni. Torino, Giappichelli editore, 2019.
- GILLAM, C. (2017, Dicembre 6). FDA Tests Confirm Oatmeal, Baby Foods Contain Residues of Monsanto Weed Killer. *Huffington Post*.
- GLICKSMAN, R. L., & LEVY, R. E. (2022). Adjudicating the Future of Agency Adjudication. *Administrative and Regulatory Law News*.
- Golden Cycle, LLC v. Allen, C.A. No. 16783-NC, 1999 WL 417743 (Delaware Chancery Court giugno 18, 1999).
- GREWAL, J., SERAFEIM, G., & YOON, A. (2016, luglio 7). *Shareholder Activism on Sustainability Issues*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805512
- Griffin, P. (2017, Luglio 17). *The Carbon Majors Database*. Tratto il giorno Agosto 26, 2024 da CDP Carbon Majors Report 2017: <https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/002/327/original/Carbon-Majors-Report-2017.pdf>
- GRIFFITH, S. J. (2022). What’s “Controversial” About ESG? A Theory of Compelled Commercial Speech Under the First Amendment. *Nebraska Law Review*, 876-944.

- GSMB Invest GmbH & Co. KG contro Auto Kreiner Gesellschaft m.b.H., C-128/20 (CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA luglio 2022, 14).
- Guft v. Loft Inc. , 5 A.2d 503, 511 (Corte Suprema del Delaware 1939).
- HAAN, S. C. (2022, giugno 16). *The First Amendment and the SEC's Proposed Climate Risk Disclosure Rule*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4138712
- HAHN, R. W. (1990). The Politics and Religion of Clean Air. *CATO Review of Business and Government*, 21.
- HAHN, R., & STAVINS, R. (1992). Economic Incentives for Environmental Protection: Integrating Theory and Practice. *American Economic Review*, 464-468.
- Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976, Pub. L. No. 94-435, 90 Stat. 1383 (15 U.S.C. § 18a).
- HILL, C., Quinn, B., & Solomon, S. D. (2023). *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice* (3 ed.). St. Paul: West Academic Publishing.
- HIRST, N., & HILGENFELD, M. (2022, agosto 30). *Non-notifiable mergers won't face German referral to EU yet, Mundt says*. Tratto il giorno agosto 29, 2024 da MLex: <https://mlexmarketinsight.com/news/insight/non-notifiable-mergers-won-t-face-german-referral-to-eu-yet-mundt-says>
- HJÄRTSTRÖM, M. (2024). Addressing sustainability failures in economics and competition law: environmental externalities, consumers and quantification. In J. NOWAG, *Research Handbook on Sustainability and Competition Law* (p. 154-175). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- HOLGER, D. (2023, aprile 5). At Least 10,000 Foreign Companies to Be Hit by EU Sustainability Rules. *The Wall Street Journal*.
- HOLMES, S., & MEAGHER, M. (2023). A sustainable future: how can control of monopoly power play a part? *European Competition Law Review*, 148-161.
- HOLMES, S., KAR, N., & CUNNINGHAM, L. (2024). Sustainability and competition in the UK . In P. Këllezi, P. Kobel, & B. Kilpatrick, *Sustainability Objectives in Competition and Intellectual Property Law* (p. 203-244). Berlino: Springer.
- HOUSE OF REPRESENTATIVES. (2021). The ESG Disclosure Simplification Act of 2021. *1187*.

- HOWARD, P. H. (2009, Dicembre). Visualizing Consolidation in the Global Seed Industry: 1996–2008. *Sustainability*, 1-22.
- il Sole 24Ore. (2024, settembre 1). *Harris vs Trump: i grafici per capire il voto*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da <https://lab24.ilsole24ore.com/elezioni-usa/>
- ILLUMINA / GRAIL (Restorative measures under Article 8(4)a), Caso M.10939 (COMMISSIONE EUROPEA aprile 12, 2024).
- Illumina, Inc. contro Commissione Europea, causa T-227/21 (TRIBUNALE GENERALE DELL'UNIONE EUROPEA luglio 13, 2022).
- Illumina/GRAIL (Art. 14 procedure), Caso M.10483 (COMMISSIONE EUROPEA luglio 23, 2023).
- Illumina/GRAIL, Caso M.10188 (COMMISSIONE EUROPEA settembre 6, 2022).
- In re Ancestry.com Consolidate Shareholders' Litigation, 2012 WL 6971058 (Delaware Chancery Court 2012).
- In re Celera Corporation Shareholder Litigation, 59 A.3d 418 (Delaware Chancery Court 2012).
- In re Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation , 2012 WL 5511644 (Delaware Chancery Court ottobre 24, 2012).
- International Panel of Experts on Sustainable Food Systems. (2017). *Too Big To Feed: Exploring The Impacts Of Mega-Mergers, Consolidation And Concentration Of Power In The Agri-Food Sector*.
- JOONDEPH, B. W. (2023). *Constitutional Law Structure and Principles*, . Santa Clara University.
- JR., W. O. (1984). Efficiency Properties Of Alternative Source Control Policies For Meeting Ambient Air Quality Standards: An Empirical Application To The Lower Delaware Valley . *Resources for the Future Discussion Paper No. D- 118*.
- K. BALSANEK, W. C., GOLDBERG, M., GOODLETT, B., BAKER, J., JOSEFOVITS, M. D., PUNIA, S., & S.KAMAL. (2024, aprile 9). *SEC stays climate rules: An overview of ongoing legal challenges*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da DLA Piper: <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2024/04/sec-stays-climate-rules-an-overview-of-ongoing-legal-challenges>
- KOKKORIS, I. (2020). Innovation considerations in merger control and unilateral conduct enforcement. *Journal of Antitrust Enforcement*, 8(1), 56-85.

- KPS Capital Partners/Real Allay Europe, Caso M.10702 (COMMISSIONE EUROPEA ottobre 19, 2022).
- KRUPNICK, A. J. (1986). Costs of Alternative Policies for the Control of Nitrogen Dioxide in Baltimore. *Journal of Environmental Economics and Management*, 189-190.
- KULISH, N., KLIFF, S., SILVER-GREENBERG, J. (2020, marzo 29). The U.S. Tried to Build a New Fleet of Ventilators. The Mission Failed. *The New York Times*.
- LAITENBERGER, J. (2017, ottobre 10). EU competition law in innovation and digital markets: fairness and the consumer welfare perspective. *evento di MLeper / Hogan Lovells*. Bruxelles. Tratto il giorno agosto 30, 2024 da http://ec.europa.eu/competition/speeches/text/sp2017_15_en.pdf
- LAMATTINA, J. (19, gennaio 2015). *Impact of 'Me-Too' Drugs on Health Care Costs*. Tratto il giorno agosto 26, 2024 da Forbes: <https://www.forbes.com/sites/johnlamattina/2015/01/19/impact-of-me-too-drugs-on-health-care-costs/>
- LANGER, H., & LAI, S. C. (2014). *Competition Law in the United States*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International .
- LAZARD. (2024, gennaio 8). *Lazard's Annual Review of Shareholder Activism*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da <https://www.lazard.com/research-insights/annual-review-of-shareholder-activism-2023/>
- LECCHI, E. (2023). Sustainability and EU Merger Control. *European Competition Law Review*, 70-80.
- LEE, T. H. (2004, gennaio 15). "Me-Too" Products: Friend or Foe. *The New England Journal of Medicine*, 350(3), 211-212.
- Legge 10 ottobre 1990, n. 287, Norme per la tutela della concorrenza e del mercato, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale, n. 240 del 13 ottobre 1990.
- Legge 8 novembre 2022, n. 218, Disposizioni in materia di incentivi per la transizione ecologica e per la crescita economica sostenibile, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale, n. 264 del 12 novembre 2022.
- Legge 30 dicembre 2023, n. 214, recante “Legge annuale per il mercato e la concorrenza 2022” e pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale – Serie generale n. 303 del 30.12.2023

- LEMLEY, M. A. (2011). Industry-Specific Antitrust Policy for Innovation. *Columbia Business Law Review*(3), 637-653.
- LEVIN, M. R. (2022, maggio 25). The Cost of Proxy Contests. *The Activist Investor*.
- LIANOS, I., & KATALEVSKY, D. Y. (2017). Merger Activity in the Factors of Production Segments of the Food Value Chain: - A Critical Assessment of the Bayer/Monsanto merger. *Centre for Law, Economics and Society, Policy Paper Series: 2017/1*.
- LIBERATI, E. B. (2023). La legge annuale sulla concorrenza e la sua difficile attuazione. *Giornale di diritto amministrativo*, 143.
- LIPTON, M. (2013, febbraio 26). *Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Harvard Law School Forum on Corporate Governance: <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/02/26/bite-the-apple-poison-the-apple-paralyze-the-company-wreck-the-economy/>
- LOUKIANOU, D. (2023, maggio 15). *The Interplay Between Environmental Sustainability and EU Merger control: Where Do We Stand and Where Can We Go?* Tratto il giorno agosto 30, 2024 da SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4632995
- LUNDQVIST, B. (2021, febbraio 3). Killer Acquisitions and Other Forms of Anticompetitive Collaborations (Part II): A Proposal for a New Notification System. Stoccolma: Faculty of Law, Stockholm University Research Paper No. 89.
- MADL, A. C. (2020). Killing Innovation? Antitrust Implications of Killer Acquisitions. *Yale Journal on Regulation Bulletin*, 28-52.
- MAIDEN, B. (2024, marzo 7). *SEC's climate rule leaves questions over future*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da governanceintelligence: <https://www.governance-intelligence.com/esg/secs-climate-rule-leaves-questions-over-future>
- Main, D. (2016, febbraio 2). Glyphosate Now the Most-Used Agricultural Chemical Ever. *Newsweek*.
- MALINAUSKAITE, J. (2022). Competition Law and Sustainability: EU and National Perspectives. *Journal of European Competition Law and Practice*, 336-348.

- MALONEY, M. T., & YANDLE, B. (1984). Estimation of the Cost of Air Pollution Control Regulation. *Journal of Environmental Economics and Management*, 244-255.
- MARASÀ, E., & Irene PICCIANO, F. T. (15, marzo 2022). *For the first time, the European Commission fines car manufacturers for collusion over technical development of emission technologies*. Tratto il giorno agosto 30, 2024 da Portolano Cavallo: [https://portolano.it/news/for-the-first-time-the-european-commission-fines-car-manufacturers-for-collusion-over-technical-development-of-emission-technologies#:~:text=On%20November%2012%2C%20the%20European,Article%2053\(1\)%20of%20the](https://portolano.it/news/for-the-first-time-the-european-commission-fines-car-manufacturers-for-collusion-over-technical-development-of-emission-technologies#:~:text=On%20November%2012%2C%20the%20European,Article%2053(1)%20of%20the)
- MARIANI, S. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) Matters: Can the SEC Mandate Disclosure? Should the SEC Mandate Disclosure? *Notre Dame Journal of Law, Ethics, and Public Policy*, 369-395.
- MARTORANA, M., & SICHI, Z. (2023, ottobre 4). Digital Markets Act (DMA), la Commissione individua i 6 gatekeeper. *Altalex*.
- Matador Capital Management Corp. v. BRC Holdings, Inc., 729 A.2d 280 (Delaware Chancery Court 1999).
- MAXIMIANO, R., & VOLPIN, C. (2024). Merger control for green innovation. In J. NOWAG, *Research Handbook on Sustainability and Competition Law* (p. 176-193). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- MCGEOWN, P., & BARTHÉLEMY, A. (2016). Recent Developments in EU Merger Control. *Journal of European Competition Law & Practice*, 7(8), 549-565.
- McMillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492 (Delaware Chancery Court 2000).
- Medtronic/Covidien, Caso M.7326 (COMMISSIONE EUROPEA novembre 28, 2014).
- MEYRING, B., & HOOLIHAN, N. (2019). EU Merger Regulation– Review of 2017 and Beyond. *Journal of European Competition Law & Practice*, 10(2), 115-128.
- MINERVA, C., & DWINELL, C. (2024). Recent Challenges to FTC Constitutionality: Surveying the Landscape. *Antitrust Magazine*, 38(2).
- MONTI, G. (2020). Four Options for a Greener Competition Law. *Journal of European Competition Law and Practice*, 124-132.

- MONTI, G. (2024). Implementing a sustainability agenda in competition law and policy. In J. NOWAG, *Research Handbook on Sustainability and Competition Law* (p. 249-263). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- MORETTI, F. (2021, novembre 19). *Concentrazioni e transizione green – il modello che verrà*. Tratto il giorno agosto 30, 2024 da Lexgreen: <https://www.lexgreen.it/2021/11/19/concentrazioni-e-transizione-green-il-modello-che-verra/>
- MORGAN STANLEY INSTITUTE FOR SUSTAINABLE INVESTING; MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT. (2020). *Sustainable Signals: Asset Owners See Sustainability as Core to Future of Investing*. New York.
- MYERS, J. (2016). Concerns Over Use of Glyphosate-Based Herbicides and Risks Associated with Exposures: A Consensus Statement. *Environmental Health*, 10.
- NAARAYANAN, S. L., SACHDEVA, K., & SHARMA, V. (2019). The Real Effects of Environmental Activist Investing. *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 743/2021*.
- National Association of Manufacturers v. SEC (NAM III), 800 F.3d 518, 519–24 (U.S. Court of Appeals for the District of Columbia Circuit 2015).
- NELSON, E. (2023, aprile 18). *Supreme Court's 9-0 Ruling Paves Way for Constitutional Challenges to Administrative Proceedings*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da Holland & Knight SECond Opinions Blog: <https://www.hklaw.com/en/insights/publications/2023/04/supreme-courts-90-ruling-paves-way-for-constitutional-challenges>
- NERI, V. (2016, agosto 6). Breve storia dell'azionariato attivo. *Lifegate*.
- NEUBAUM, D. O., & ZAHRA, S. (2006). Institutional Ownership and Corporate Social Performance: The Moderating Effects of Investment Horizon, Activism, and Coordination. *Journal of Management*, 108-131.
- NICHOLSON, S. (2012). Financing Research and Development. In P. M. Danzon, & S. Nicholson, *The Oxford Handbook of the Economics of the Biopharmaceutical Industry* (p. 47-74). Oxford University Press.
- Novartis/GSK Oncology, Caso M.7275 (COMMISSIONE EUROPEA gennaio 28, 2015).
- NOWAG, J. (2022). Competition Law's Sustainability Gap?: Tools For an Examination and a Brief Overview. *Nordic Journal of European Law*, 149, 152.

- OFFICE OF THE FEDERAL REGISTER. (s.d.). A Guide to the Rulemaking Process .
- Pappas v. Tzolis, 20 N.Y.3d 228 (Court of Appeals of New York novembre 27, 2012).
- PAPPALARDO, A., *Il diritto della concorrenza dell'UE*. Capitolo VI: Le concentrazioni.
Torino: UTET Giuridica, 2018.
- Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Delaware Supreme Court 1994).
- PARTNOY, F., & THOMAS, R. (2007). Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation. *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Changes*.
- PAUL, P. (2022). The ESG Train Is Coming: Next Stop-Disclosure Requirements. *Natural Resources and Environment*, 48.
- PDSZUN, R. (2024). Thresholds of Merger Notification: The Challenge of Digital Markets, the Turnover Lottery, and the Question of Re-interpreting Rules. In P. L. PARCU, M. A. ROSSI, & M. BOTTA, *Research Handbook in Competition and Technology*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- PERSCH, J. (2024). Pro-Enforcement Perspectives on Competition Law and Sustainability. In J. NOWAG, *Research Handbook on Sustainability and Competition Law* (p. 235-248). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- PETIT, N. (2019). Innovation Competition, Unilateral Effects, and Merger Policy. *Antitrust Law Journal*, 876-877.
- PETIT, N. (2021). The Proposed Digital Markets Act (DMA): A Legal and Policy Review. *Journal of European Competition Law & Practice*, 12(7), 529-541.
- Pfizer/Hospira, Caso M.7559 (COMMISSIONE EUROPEA agosto 4, 2014).
- Philips-Osram , Caso IV/34.252 (COMMISSIONE EUROPEA dicembre 21, 1994).
- PIERCE, H. (2022, marzo 21). We are Not the Securities and Environment Commission - At Least Not Yet. *comunicazione*.
- PITRUZZELLA, G. (2016). Big data, competition and privacy: a look from the antitrust perspective. *Concorrenza e mercato*, 23, 15-28.
- POLEMIS, M. L. (2018, Marzo). Revisiting the Environmental Kuznets Curve: a semi-parametric analysis on the role of market structure on environmental pollution. *Letters in Spatial and Resource Sciences*, 11(1), 27-35.

- POLEMIS, M. L., & STENGOS, T. (2019). Does competition prevent industrial pollution? Evidence from a panel threshold model. *Business Strategy and the Environment*, 28(1), 98-110.
- Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro, 721 A.2d 128 (Supreme Court of Delaware dicembre 31, 1998).
- R contro Volkswagen AG, C-134/20 (CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA luglio 14, 2022).
- Rand v. W. Air Lines, Inc., No. 1994 WL 890061, at *9 (Delaware Chancery Court febbraio 25, 1994).
- Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 24 del 29 gennaio 2004.
- Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali e alla libera circolazione di tali dati (Regolamento generale sulla protezione dei dati - GDPR), pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 119 del 4 maggio 2016.
- Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 14 settembre 2022, relativo a un mercato digitale equo e competitivo (Digital Markets Act), pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 265 del 12 ottobre 2022.
- REID, E., & TOFFEL, M. W. (2009). Responding to Public and Private Politics: Corporate Disclosure of Climate Change Strategies. *Strategic Management Journal*, 1157-1178.
- Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d (Delaware Supreme Court 1986).
- ROBERTS, M. (2022). Killer acquisitions and the death of competition in the Digital economy. *The Tennessee Journal of Business Law*, 24, 52-114.
- Santa Clara County v. Southern Pacific R. Co., 118 U.S. 394 (Supreme Court of the United States 1886).
- SCHINASI, L., & LEON, M. E. (2014). Non-Hodgkin Lymphoma and Occupational Exposure to Agricultural Pesticide Chemical Groups and Active Ingredients: A

- Systematic Review and Meta-Analysis. *International Journal of Environmental Research and Public Health*.
- SCHINKEL, M., & SPIEGEL, Y. (2017). Can collusion promote sustainable consumption and production? *International Journal of Industrial Organization*, 371-398.
- Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (15 U.S.C. §§ 77a et seq.).
- Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. No. 73-291, 48 Stat. 881 (15 U.S.C. §§ 78a et seq.)
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (2022). The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors. *17 CFR 210, 229, 232, 239, and 249 [Release Nos. 33-11042; 34-94478; File No. S7-10-22] RIN 3235-AM87*.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (2024, aprile 13). SEC Rule. *89 Fed. Reg. 21668, 21670*.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (s.d.). *Comments for The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da [Release No. 33-11042; File No. S7-10-22]: <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022.htm>
- SEGRETARIATO OCSE. (2020, giugno 10-12). Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control. – *Background Note della riunione del Comitato per la concorrenza* .
- SENATO DELLO STATO DEL DELAWARE. (s.d.). Senate Bill No. 363. *140^a Assemblea Generale*.
- SHAPIRO, C. (2012). Competition and Innovation: Did Arrow Hit the Bull’s Eye? In J. LERNER, & S. STERN, *The Rate and Direction of Inventive Activity Revisited* (p. 361-410). Chicago: University of Chicago Press.
- SHLEIFER, A. (2004). Does Competition Destroy Ethical Behavior? *National Bureau of Economic Research*.
- Sika/MBCC, Caso M.10560 (COMMISSIONE EUROPEA febbraio 8, 2023).
- SIMON, D. H., & PRINCE, J. T. (2016). The effect of competition on toxic pollution releases. *Journal of Environmental Economics and Management*, 79, 40-54.

- ŠMEJKAL, V. (2023). A New Era in Assessing Mergers and Takeovers? On the Illumina-Grail Case. *Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 1/4*.
- Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d (Delaware Supreme Court 1985).
- SMITH, S., & HUNT, M. (2019). Killer Acquisitions and PayPal/iZettle. *Competition Law Journal*, 18(4), 162-166.
- SOKOL, D. (2020). Merger Law for Biotech and Killer Acquisitions. *Florida Law Review, Research Paper No. 20-49*.
- SPADARO, C. (2016, Aprile 2016). Le sei multinazionali che controllano il 63% del mercato dei semi. *Altreconomia*.
- STAVINS, R. N., & WHITEHEAD, B. W. (1996). The Next Generation of Market-Based Environmental Policies. *Environmental Reform: The Next Generation Project*. Daniel ETSY e Marian CHERTOW, Yale Center for Environmental Law and Policy.
- STIGLER COMMITTEE ON DIGITAL PLATFORMS. (2019). *Final Report*. Chicago: Stigler Center for the Study of the Economy and the State.
- STILLO, M. (2022, agosto 2). *GRAIL/Illumina. Il Tribunale dell'Unione Europea si pronuncia sul primo rinvio ex articolo 22 del Regolamento sulle concentrazioni a valle delle nuove Linee guida*. Tratto il giorno agosto 11, 2024 da De Berti Jacchia Franchini Forlani: <https://www.dejalex.com/2022/08/grail-illumina-il-tribunale-dellunione-europea-si-pronuncia-sul-primo-rinvio-ex-articolo-22-del-regolamento-sulle-concentrazioni-a-valle-delle-nuove-linee-guida/?lang=it>
- STILLO, M. (2024, aprile 29). *Grail/Illumina. L'AG Emiliou si pronuncia sulla sentenza del Tribunale dell'Unione Europea*. Tratto il giorno agosto 29, 2024 da De Berti Jacchia Franchini Forlani: https://www.dejalex.com/wp-content/uploads/2024/05/Articolo_GrailIllumina.-LAG-Emiliou-si-pronuncia-sulla-sentenza-del-Tribunale-dellUnione-Europea.pdf
- STOELLER, M. (2020, aprile 2020). The Danger of No Antitrust Enforcement: How a Merger Led to the US Ventilator Shortage. *ProMarket*. Chicago: Stigler Center for the Study of the Economy and the State.
- STRINE, L. (2017). Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System. *Yale Law Journal*, 1870-1970.

- STUCKE, M. E. (2018). Here Are All the Reasons It's a Bad Idea to Let a Few Tech Companies Monopolize Our Data. *Harvard Business Review*, 28-34.
- SUBCOMMITTEE ON ANTITRUST, C. A. (2020). *Investigation of Competition in Digital Markets*. Washington.
- The Coca-Cola Company and Coca-Cola Enterprises Inc v Commission of the European Communities, T-125/97 e T-127/97 (COMMISSIONE EUROPEA marzo 22, 2000).
- THOMAS, C. (2018). opinione concorrente in *Cochran v. SEC*. 585 U.S.
- THONGPRAKAISANG, S., THIANANAWAT, A., RANGKADILOK, N., SURIYO, T., & SATAYAVIVAD, J. (2013). Glyphosate induces human breast cancer cells growth via estrogen receptors. *Food and Chemical Toxicology*, 129-136.
- TIETENBERG, T. H. (1986). Emissions Trading: an Exercise in Reforming Pollution Policy. *Land Economics*, 214-216.
- TIETENBERG, T. H. (1990). Economic Instruments for Environmental Regulation., in *Oxford review of Economic Policy*. *Oxford Review of Economic Policy*, 17-33.
- TILMAN, D. (1999). The Ecological Consequences of Changes in Biodiversity: a Search for General Principles. *Ecology*, 80, 1455-1474.
- TODINO, M., WALLE, G. V., & STOICAN, L. (2019). EU Merger Control and Harm to Innovation—A Long Walk to Freedom (from the Chains of Causation). *Antitrust Bulletin*, 64(1), 11-30.
- Trattato sull'Unione Europea, firmato a Maastricht il 7 novembre 1991, entrato in vigore il 1° novembre 1993, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, C 191 del 29 luglio 1992.
- Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, firmato a Lisbona il 13 dicembre 2007, entrato in vigore il 1° dicembre 2009, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, C 326 del 26 ottobre 2012.
- Trucks, Case AT.39824 (COMMISSIONE EUROPEA luglio 19, 2016).
- TURGOT, C. (2021). Killer Acquisitions in Digital Markets: Evaluating the Effectiveness of the EU Merger Control Regime. *European Competition and Regulatory Law Review*, 112-121.
- TUSHNET, R., GOODMAN, E., & SPENCE, S. (2022, luglio 28). SEC's Climate Rule Is Compatible With The 1st Amendment. *Democracy Forward*.

- U.S. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY. (2018). Mid-term evaluation of greenhouse gas emissions standards for model year 2022-2025 light-duty vehicles. *Federal Register* 83, 16,077–16,087.
- U.S. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY. (2019). Repeal of the clean power plan; existing guidelines for greenhouse gas emissions from existing electric utility generating units; revisions to emission guidelines implementing regulations. *Federal Register* 84, 32,520-32,584.
- U.S. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY e NATIONAL HIGHWAY TRAFFIC SAFETY ADMINISTRATION. (2018). The safer affordable fuel-efficient (SAFE) vehicles rule part one: One national program. *Federal Register* 84, 51,310–51,363.
- US SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM. (s.d.). *Shareholder Resolutions*. Tratto il giorno settembre 1, 2024 da <https://www.ussif.org/resolutions>
- VALLETTI, T. (2021, giugno 28). How to Tame the Tech Giants: Reverse the Burden of Proof in Merger Reviews. *ProMarket*. Chicago: Stigler Center for the Study of the Economy and the State.
- VARANO, V., & BARSOTTI, V. (2021). *La tradizione giuridica occidentale. Testo e materiali per un confronto civil law common law*. Torino: Giappichelli.
- VELJANOVSKI, C. (2022). The case against green antitrust. *European Competition Journal*, 501-513.
- VELJANOVSKI, C. (2024). Why the case for a sustainable competition law is exaggerated. In J. NOWAG, *Research Handbook on Sustainability and Competition Law* (p. 211-234). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- VERMA, A., JAWANDA, K., & KAUR, A. (2021). Data Privacy and Cambridge Analytica: A Case Study. *Supremo Amicus*, 368.
- VESTAGER, M. (2020, settembre 11). The future of EU merger control. *Ventiquattresima Conferenza Annuale dell'International Bar Association* .
- VESTAGER, M. (2021, ottobre 22). A new era of cartel enforcement. *Conferenza annuale dell'Associazione Antitrust Italiana*.
- VOLPIN, C. (2020). Sustainability as a Quality Dimension of Competition: Protecting Our Future (Selves). *CPI Antitrust Chronicle*, 2-10.

- WASMEIER, M. (2001). The integration of environmental protection as a general rule for interpreting community law. *Common Market Law Review*, 159 ss.
- WATNICK, V. J. (2022). The "Roundup" Controversy: Glyphosate Litigation, Non-Hodgkin's Lymphoma, and Lessons for Toxic Regulation Going Forward. *N.Y.U Environmental Law Journal*, 30.
- West Virginia State Board of Education v. Barnette, 319 U.S. 624 (Supreme Court of the United States 1943).
- WITT, A. (2019). The European Court of Justice and the More Economic Approach to EU Competition Law – Is the Tide Turning? *Antitrust Bulletin*, 172, 177.
- Wooley v. Maynard, 430 U.S. 705 (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES 1977).
- YOUNG, F., HO, D., GLYNN, D., & EDWARDS, V. (2015). Endocrine disruption and cytotoxicity of glyphosate and roundup in human JAr cells in vitro. *Integrative Pharmacology Toxicology*, 12-19.
- YUN, J. M. (2022). Discriminatory Antitrust in the Realm of Potential and Nascent Competition. *CPI Competition Law, Research Paper No. 22-04*.
- Zauderer v. Off. of Disciplinary Couns. of Sup. Ct. of Ohio, 471 U.S. 626 (Supreme Court of the United States 1985).
- ZHANG, L., RANA, I., SHAFFER, R., TAIOLI, E., & SHEPPARD, L. (2019). Exposure to glyphosate-based herbicides and risk for non-Hodgkin lymphoma: A meta-analysis and supporting evidence. *Mutat Res Rev.*, 186-206.